



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2023:
PERSPECTIVAS HACIA
EL TERCER TRIMESTRE

MAPFRE Σconomics

**Panorama económico
y sectorial 2023:
perspectivas hacia
el tercer trimestre**

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

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

Citar como:

MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023:
perspectivas hacia el tercer trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

MAPFRE Economics - mapfre.economics@mapfre.com

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

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

© De esta edición:

2023, Fundación MAPFRE

Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid

www.fundacionmapfre.org

Julio, 2023.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jroja1@mapfre.com

Mariano Borda Reyna

Sofía Gil Sánchez

Fernando Rodríguez Sanz

Pablo Carmona Priego

Rodrigo Clemente Ribeiro Da Silva

Contenido

Resumen ejecutivo	9
1. Panorama económico	
1.1 El panorama económico global	13
1.1.1 Catalizadores estancados: crecimiento, inflación y sistema financiero	13
1.1.2 Perspectivas y dinámicas regionales	26
1.1.3 Escenarios y previsiones	32
1.1.4 Balance de riesgos	34
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	39
1.2.1 Estados Unidos	39
1.2.2 Eurozona	42
1.2.3 España	44
1.2.4 Alemania	47
1.2.5 Italia	49
1.2.6 Reino Unido	51
1.2.7 Japón	53
1.2.8 Turquía	55
1.2.9 México	57
1.2.10 Brasil	59
1.2.11 Argentina	61
1.2.12 China	63
1.2.13 Indonesia	65
1.2.14 Filipinas	65

2. Panorama sectorial	
2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora	69
2.1.1 Mercados globales	69
2.1.2 Eurozona	70
2.1.3 Alemania	71
2.1.4 Italia	71
2.1.5 España	72
2.1.6 Reino Unido	72
2.1.7 Estados Unidos	73
2.1.8 Brasil	74
2.1.9 México	75
2.1.10 Argentina	76
2.1.11 Turquía	76
2.1.12 China	77
2.1.13 Japón	78
2.1.14 Filipinas	79
2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión ...	79
Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas	91
Índice de gráficas, tablas y recuadros	95
Referencias	99

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2023: perspectivas hacia el tercer trimestre

Panorama económico

La economía mundial continúa avanzando de forma más moderada, manteniéndose en una senda de crecimiento positivo que evita una recesión global por el momento, mostrando una cierta mejora en el sistema financiero y con un mayor dinamismo en el sector servicios. Así, las previsiones apuntan a un crecimiento global más débil del que se anticipaba en el informe del trimestre previo. Por el lado de la inflación, se observa una rápida moderación de los componentes de oferta, con los precios de las materias primas (principalmente las energéticas) trasladando ciertos signos de deflación hacia los precios industriales e introduciendo una lectura del coste de los bienes más templada. Por el contrario, la bonanza del sector servicios ha propiciado que las lecturas de inflación subyacente se consoliden en una senda de decrecimiento más rígida, revertiendo con mayor fluidez hacia los salarios, en un entorno de mercados laborales tensionado, y drenando la demanda hacia ramas de actividad con una menor sensibilidad al endurecimiento monetario.

Las cadenas de suministro continuaron su senda a la normalización, aunque supeditada a riesgos tanto *a la baja*, dada la capa de tensiones geopolíticas sobre las que se asienta, como *al alza*, por el proceso de

nearshoring que puede ofrecer beneficios futuros bajo la forma de mayor diversificación. Asimismo, el contexto de una demanda global en declive, así como el impulso fallido de China en su etapa de reapertura, han propiciado que las materias primas, sobre todo las energéticas como el petróleo y el gas, avancen hacia un entorno de precios más sostenible, lo que comienza a afectar de forma negativa a los países exportadores de materias primas, tanto en volúmenes como en términos de intercambio, afectando la cuenta corriente de desarrollados y emergentes.

Por otro lado, factores como unos mercados laborales tensionados, que pueden aumentar el riesgo de presiones adicionales por el lado de los salarios, así como el factor de la política fiscal y la posible retirada de gran parte de los paquetes de apoyo, entre otros, pueden llegar a afectar al crecimiento de los precios en ambos sentidos, lo que hace esperar mayor volatilidad de precios. Por todo ello, es previsible que la inflación continuará con un comportamiento a la baja, aunque a menor ritmo y con tendencia a estabilizarse en torno a la subyacente, y a un ritmo potencialmente errático y volátil.

Por ello, se prevé que el ciclo de endurecimiento monetario continúe los próximos meses. Las revisiones de inflación a nivel global se mantienen prácticamente sin cambios frente al trimestre anterior, lo que obliga a sobre ponderar el foco en la inflación por encima de la actividad.

En Estados Unidos, las previsiones contienen cambios modestos, positivos en términos de actividad para 2023. Se mantiene la previsión de una recesión corta, aunque se desplaza la primera contracción al último trimestre de 2023. La Eurozona, por su parte, tras los malos datos del primer trimestre, presenta un mantenimiento de las previsiones de crecimiento para 2023, con un debilitamiento económico modesto para 2024 y en línea con los datos de las últimas encuestas a la industria. Por otra parte, la economía China parece haberse estancando en los meses más recientes, con los datos de producción industrial, exportaciones y el gasto del consumidor perdiendo fuerza, aunque se espera que esta baja en la actividad económica se recupere durante la segunda mitad del año, con una política económica más proactiva y una política monetaria más laxa. En cuanto al resto del continente asiático, gracias a la inversión y a las contenidas tasas de inflación, se podría esperar un crecimiento dinámico, proporcionando con ello cierto nivel de alivio al desempeño económico global. Por último, el pronóstico para los países de América Latina es una revisión al alza de forma agregada, aunque con divergencias, siendo los principales impulsores la mejora de las perspectivas económicas de México y Brasil. Por lo demás, las perspectivas de actividad para estas economías son de desaceleración y crecimiento por debajo del potencial.

En este contexto, en el *escenario base* considerado en este informe se mantiene un escenario de estanflación global, con un crecimiento que continúa limitado por tasas por debajo del potencial a nivel global, y de forma particular en los mercados desarrollados, que siguen sufriendo ciertas recesiones selectivas y una divergencia en el crecimiento. De esta forma, se anticipa una actividad global que crecería en torno al 2,6% y 2,3% en 2023 y 2024, respectivamente, mientras que, en materia de precios, la revisión prevé una inflación media para 2023 y 2024 del 7,0% y 4,9%, en cada caso.

Por su parte, en el *escenario estresado* (de naturaleza alternativa y más pesimista) se prevé una menor actividad a nivel global y un repunte de la

inflación debido a fuerzas menos cíclicas y más estructurales, que provocarían que la política monetaria active las palancas hacia un *tipo terminal* más alto hacia finales de año y con tipos de interés reales más restrictivos. En este escenario alternativo, el crecimiento económico global se situaría en el entorno del 2,4% y 1,7% en 2023 y 2024, respectivamente, y la inflación promedio cerca del 7,4% y 5,4%, para cada uno de esos años.

Panorama sectorial

La revisión de las estimaciones de crecimiento económico en 2023 continúa planteando un panorama mixto para la actividad y la rentabilidad de las entidades aseguradoras en este año, y así se está reflejando en los datos del sector asegurador, aunque se espera una nueva desaceleración económica en 2024, a medida que se vayan trasladando a la economía real los efectos de unas condiciones financieras endurecidas para los hogares, negocios y empresas, lo que podría traducirse en menores crecimientos de las líneas más cíclicas del negocio asegurador.

Los últimos datos de inflación, que vienen dando síntomas de mejoría, indican todavía que gran parte de los bancos centrales mantendrán endurecidas las condiciones de financiación, con ajustes adicionales por alguno de ellos en tanto no se acerque de forma clara a sus objetivos, con alguna excepción importante como es el caso de China que ha entrado en una fase de relajación monetaria, o Japón que mantiene unas condiciones financieras laxas. Otros bancos centrales que comenzaron antes con el proceso de endurecimiento monetario, como es el caso de Brasil y México, se encuentran ahora en una fase de mantenimiento de los tipos de interés en los niveles alcanzados en los meses previos, mientras va cediendo la inflación. Los mayores niveles de los tipos de interés están ayudando al desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, aunque la inversión de la pendiente de las curvas de tipos de interés que presentan muchos mercados se ha acentuado, haciendo algo más

compleja la gestión de los productos con garantías de tipos de interés a medio y largo plazo.

El sector del automóvil, de manera particular, continúa beneficiándose de la normalización de los problemas de las cadenas de suministro y de una cierta demanda embalsada, por lo que la demanda de los seguros de autos ha mejorado, si bien la persistencia de la inflación afecta su rentabilidad, y el endurecimiento de las condiciones para la financiación de la adquisición de nuevos vehículos y la desaceleración económica prevista puede pesar en la demanda durante los próximos meses. Por su parte, los seguros de salud siguen con buenas perspectivas como complemento a los sistemas sanitarios públicos, aunque enfrentando también los retos del control de costes en aumento por el efecto de las presiones inflacionistas.

En cuanto a las carteras de inversiones, es de destacar la recuperación de los mercados financieros al cierre del primer semestre del año, especialmente de la renta variable, pudiendo esperar una cierta estabilidad en los tipos de interés de política monetaria en el segundo semestre, con alguna subida adicional por aquellos bancos centrales que comenzaron más tarde el proceso de endurecimiento monetario, como es el caso del Banco Central Europeo en la Eurozona y, tras su última pausa, de la Reserva Federal en los Estados Unidos.

Por último, es de destacar que del análisis del comportamiento de los ratios de solvencia de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea en 2022 se desprende que, a pesar del efecto positivo de las subidas de tipos de interés en la valoración de las provisiones técnicas, el aumento acelerado de los tipos de interés tuvo un impacto negativo en la valoración de las carteras de inversión, que se vio amplificado por el incremento en las primas de riesgo, con un efecto neto negativo de ambos factores sobre los fondos propios de los grupos analizados, los cuales han visto reducidos, de forma prácticamente generalizada, sus ratios de solvencia respecto del año previo, aunque siguen presentando una sólida posición de solvencia.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

1.1.1 Catalizadores estancados: crecimiento, inflación y sistema financiero

Desde la anterior versión de este informe¹, la actividad global ha continuado consolidando las señales de cauteloso optimismo con las que comenzaba el año, manteniéndose en la senda de crecimiento positivo, con moderados pero favorables avances por el lado de inflación, y sobreponiéndose tanto a la acelerada normalización de la política monetaria como a las perturbaciones en el sector bancario que alertaban sobre posibles problemas en la salud del sistema financiero. En el otro lado de la balanza, esta resiliencia constata que el principal apoyo actual se concentra en el buen momento cíclico del sector servicios, que continúa articulando la toma de relevo post Covid-19, frente a las denotadas divergencias que surgen del sector manufacturero, en un momento cíclico de mayor atonía, y propiciando que el protagonismo del crecimiento recaiga sobre las economías cuya estructura productiva mejor recogen esta reordenación (economías orientadas al sector terciario).

Desde el punto de vista de la inflación, por su parte, este cambio de impulsores se refleja en una rápida moderación de los componentes de oferta, con los precios de las materias primas (principalmente las

energéticas) trasladando ciertos signos de deflación hacia los precios industriales e introduciendo una lectura del coste de los bienes más templada. Por el contrario, la bonanza del sector servicios ha propiciado que las lecturas de inflación subyacente se consoliden en una senda de decrecimiento más rígida, revertiendo con mayor fluidez hacia los salarios, en un entorno de mercados laborales tensionado, y drenando la demanda hacia ramas de actividad con una menor sensibilidad al endurecimiento monetario.

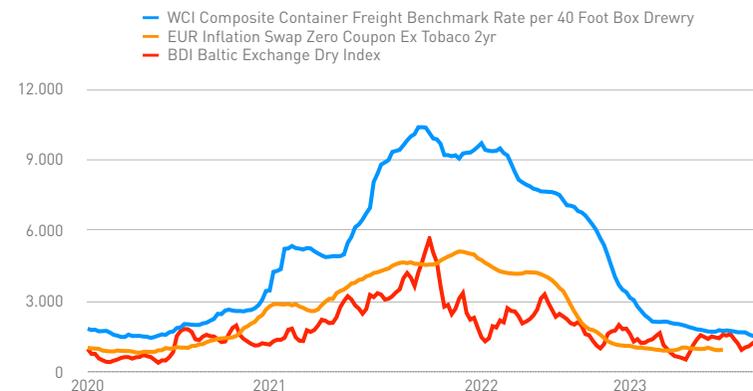
Conmemorando los factores que catalizaron el episodio inflacionario aún vigente, el estado actual de las cadenas de suministro puede etiquetarse como prácticamente normalizado, aunque supeditado a riesgos tanto *a la baja*, dada la capa de tensiones geopolíticas sobre las que se asienta, como *al alza*, por el proceso de *nearshoring* que puede ofrecer beneficios futuros bajo la forma de mayor diversificación. En términos de insumos, los avances se evidencian principalmente en las materias primas energéticas, con los mercados de petróleo y gas transitando hacia un entorno de precios más sostenibles y condicionados tanto por el contexto de una demanda global en declive, como por el fallido impulso adicional de China en su etapa de reapertura. Esta dinámica ya comienza a impactar negativamente tanto en los países exportadores de materias primas, minería e industria próxima a los insumos, cuyas cifras de actividad comienzan a permear en ciertos mercados emergentes por el lado de las cuentas corrientes (como es el caso de Chile o Colombia, en América Latina, o Corea del Sur y Taiwán, en Asia), así como en las

economías desarrolladas, también intensivas en manufacturas, pero más alejadas en la cadena (tal es el caso de Alemania o Francia, en Europa). Si bien el panorama es hasta cierto punto sombrío en términos de actividad, su repercusión en precios muestra unas perspectivas más positivas, liderando el proceso de desinflación actual y sentando las bases para unas lecturas de inflación general significativamente mejores, y que podrían verse amplificadas por el efecto látigo o *bullwhip effect* (demanda menos predecible y exceso de inventario provocando cuellos de botella inversos), facilitando con ello la batalla de los bancos centrales (véanse las Gráficas 1.1.1-a a 1.1.1-d).

Por otra parte, el trasvase de la demanda hacia el sector servicios, con el turismo asumiendo el rol principal, viene incidiendo en la dinámica de los precios una forma aditiva. Ello ocurre al elevar las presiones sobre la inflación subyacente y favorecer que la inflación se perpetúe en niveles elevados y, a su vez, genera presiones adicionales por el lado de los salarios que podrían dar lugar a una espiral de precios, en cuanto el sector servicios ralentice el ritmo de su expansión y converja hacia la senda ya constatada del sector manufacturero. De hecho, los últimos datos de negociación ya muestran una dinámica diferencial que hace improbable una corrección de la inflación subyacente en el corto plazo.

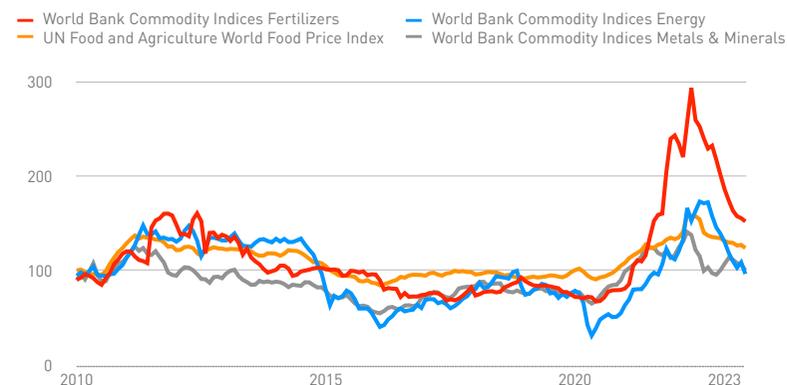
Otros factores que destacar en la minoración en el crecimiento de los precios han venido siendo tanto el aprovechamiento del *efecto base*, como el factor de la política fiscal, ejerciendo de cortafuegos de cara al proceso de traslación a los precios finales. Sin embargo, tanto la dilución de este escalón en la comparativa interanual (*efecto base*), como la previsible retirada de gran parte de los paquetes de apoyo (*efecto de política fiscal*) pueden suponer un viento de cola que progresivamente se vaya disipando en la segunda mitad del año. En suma, es previsible que este choque de fuerzas provoque que la inflación siga con un comportamiento a la baja, aunque a un menor ritmo, con una menor visibilidad en la subyacente, y en un sendero potencialmente errático y volátil (véanse las Gráficas 1.1.1-e a 1.1.1-h).

Gráfica 1.1.1-a
Global: cuellos de botella

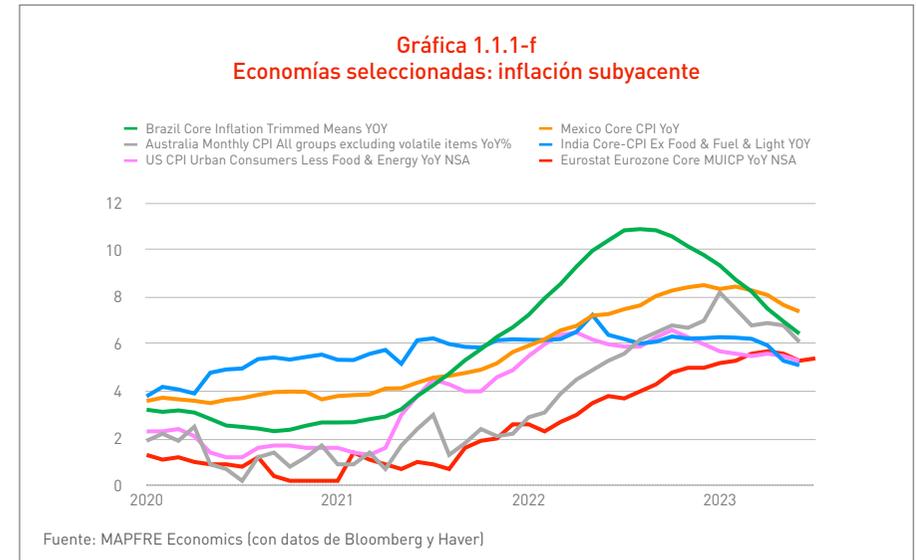
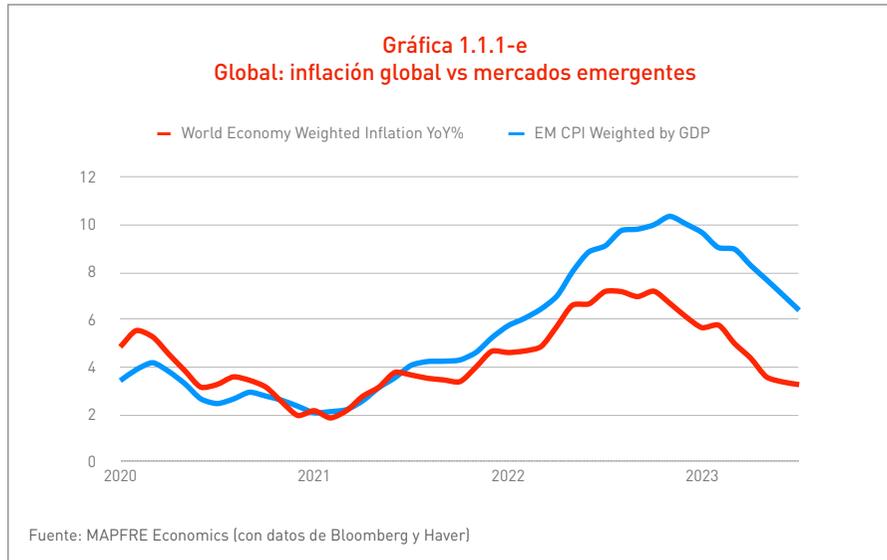
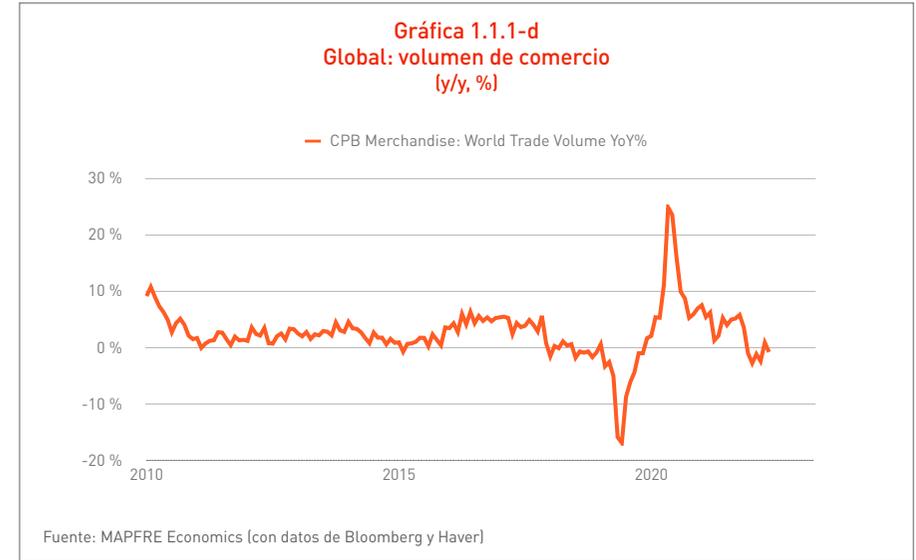
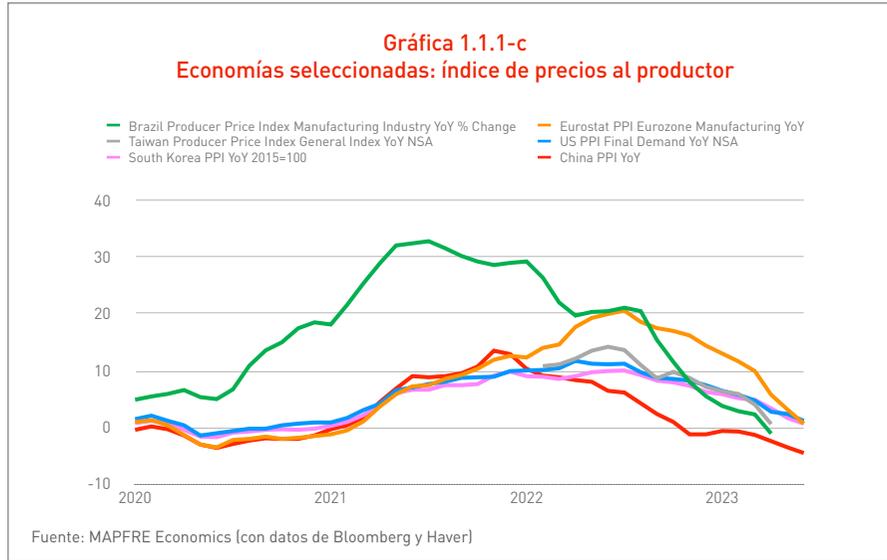


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y Haver)

Gráfica 1.1.1-b
Global: índice de precios de materias primas



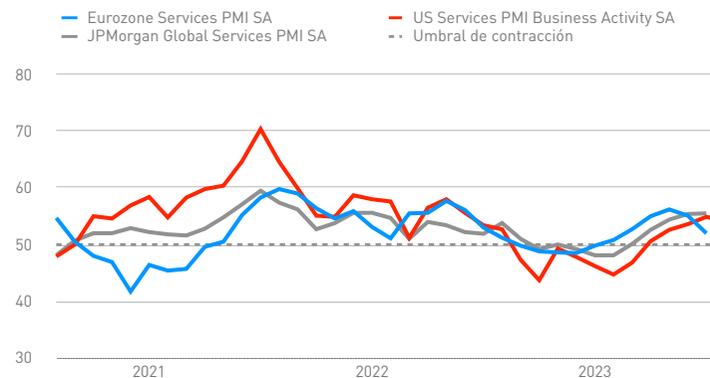
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y Haver)



En este marco, los principales bancos centrales han proporcionado una hoja de ruta continuista, a partir de la cual se extrae que el ciclo de endurecimiento monetario seguirá su curso en los próximos meses, y proseguirá, al menos, hasta que el progreso en términos de inflación sea suficiente para evitar que los factores antes mencionados se arraiguen en la economía desplazando las expectativas de inflación (véase el Recuadro 1.1.1). De esta forma, los desarrollos aún incómodos por el lado de los precios prevalecen sobre un desempeño económico que sigue sorprendiendo en cuanto a su resistencia (comportamiento análogo en los mercados laborales). Adicionalmente, la condicionalidad generada a raíz de la inestabilidad financiera en el sector bancario parece disiparse, ofreciendo un panorama más despejado en el que la salud del sistema financiero (constatado en el último test de estrés de la Reserva Federal de los Estados Unidos²) y de los balances de los agentes que siguen siendo en cierto grado saludables. Todo ello, sumado al progresivo endurecimiento en los estándares de crédito y a la menor demanda de este, hacen que los riesgos permanezcan controlados, en tanto una menor elasticidad a las políticas monetarias repercute en un *tipo terminal* más alto y dé sustento más dilatado en el tiempo (véanse las Gráficas 1.1.1-i y 1.1.1-j).

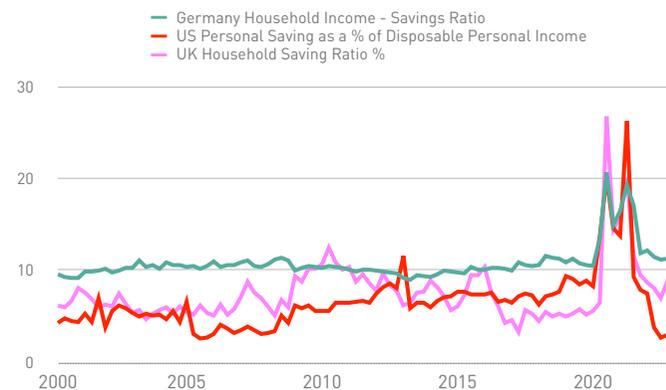
En línea con lo anterior, y si bien las señales todavía muestran que los progresos en la inflación son en su conjunto insuficientes, todo parece indicar que el ciclo expansivo todavía acompaña y que, por tanto, la política monetaria seguirá reaccionando al alza. Así, el escenario de riesgo más probable se configura en torno a la retroalimentación de esta dinámica, alargando el momento cíclico y postergando un aterrizaje de la economía que aún sigue pronosticándose como suave. De esta dinámica deriva el *escenario estresado* (escenario de riesgo) considerado en este informe; un escenario de menor probabilidad, donde una caída más abrupta de la demanda global vendría catalizada por presiones inflacionarias más intensas y duraderas, lo que activaría una política monetaria más agresiva y con cierta sobre-reacción. No obstante, considerando las señales de recesión sin disiparse, el efecto rezago

Gráfica 1.1.1-g
Economías seleccionadas: PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y Haver)

Gráfica 1.1.1-h
Economías seleccionadas: ahorro



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y Haver)

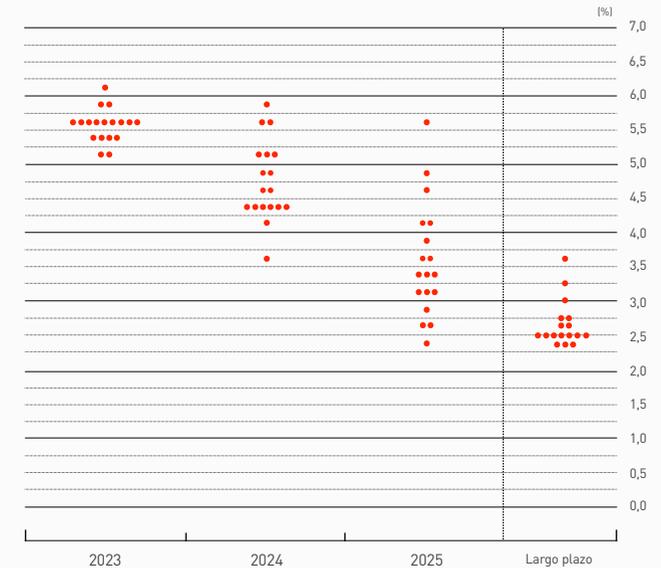
Recuadro 1.1.1
Actualización de política monetaria

Reserva Federal

En su reunión de junio, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo sin cambios los tipos de interés de política monetaria en el rango oficial de 5,00%-5,25%. En cuanto a las proyecciones de estos, el *dot plot* del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), dejó ver la necesidad de avanzar con dos subidas adicionales de tipos en lo que resta de 2023, hasta el rango del 5,50%-5,75%, anticipando que los recortes de tipos no tendrán lugar, al menos, hasta 2024 y con niveles que podrían permanecer elevados hasta 2025 (véase la Gráfica A). Por el lado del balance, la Reserva Federal mantuvo sin cambios el proceso de reducción de tenencias de activos, bajo el *mix* mensual de 60.000 millones de dólares de bonos del Tesoro y 35.000 millones de dólares de MBS (*Mortgage Backed Securities*), sin ofrecer una guía de futuro adicional.

En cuanto a los programas activados tras los eventos de inestabilidad del sector bancario, el Programa de Financiación a Plazo Bancario (BFTD's) siguió aumentando en 6.546 millones de dólares, hasta alcanzar un récord de 100.161 millones de dólares. Por su parte, los préstamos a través de la ventana de descuento también aumentaron en 1.741 millones de dólares, hasta situarse en 296.396 millones de dólares. En suma, el balance se ubicó en los 8,3 billones de dólares, retomando la senda para su normalización (véase la Gráfica B). De forma complementaria, la Reserva Federal activó una serie de normas adicionales, al establecer pautas sobre los repos (500 millardos de dólares por operación) y repos inversos (160 millardos de dólares por día), así como la reinversión del monto de los pagos de capital de las tenencias de bonos del Tesoro y MBS, con el tope en 35.000 y 65.000 millones de dólares por mes, respectivamente.

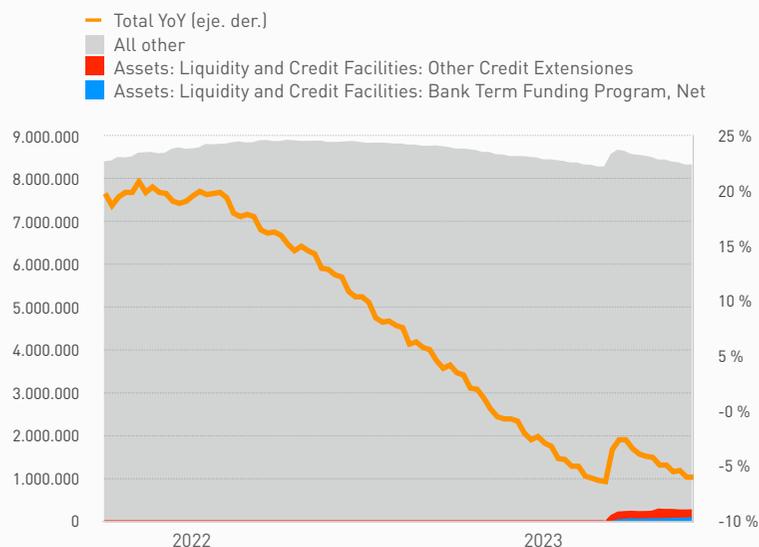
Gráfica A.
Estados Unidos: *Dot Plot* de la Reserva Federal



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

Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria

Gráfica B.
Estados Unidos: balance de la Reserva Federal



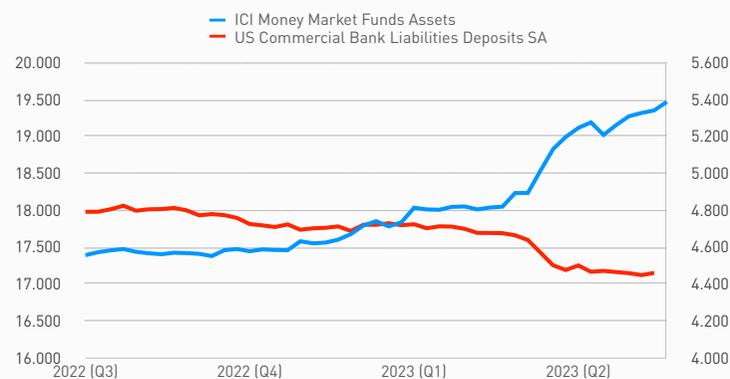
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Con la reducción del balance de nuevo en marcha, y dado que se espera que el Tesoro reconstruya su cuenta (TGA) una vez alcanzado el acuerdo sobre el techo de deuda depositando el dinero en la Reserva Federal, se prevé que se restringirá adicionalmente la oferta de dinero, ejerciendo más presión sobre

los bancos y elevando sus llamadas al banco central a través de las pautas de ventanilla antes mencionadas. Adicionalmente, los fondos del mercado monetario subieron a un récord de 5,46 millardos de dólares, para beneficiarse de las altas tasas de las letras del Tesoro, en detrimento de los depósitos tradicionales, y podrían pesar adicionalmente sobre la oferta monetaria (véase la Gráfica C).

En el plano macroeconómico, se presentaron nuevas proyecciones, con un crecimiento económico al alza para 2023, hasta el 1,0% (desde el 0,4% anterior), un 1,1% en 2024 y un 1,8% en 2025 (una décima a la baja y alza, respectivamente). En el caso de la inflación, las previsiones presentan pocos

Gráfica C.
Estados Unidos: fondos monetarios y depósitos bancarios



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria

cambios, anticipando que esta permanecerá elevada en 2023, con un 3,2% (frente al 3,1% anterior), en el 2,5% en 2024 y en el 2,1% en 2025 (en línea con las previsiones de marzo), mientras que la inflación subyacente se ubicará ligeramente por encima.

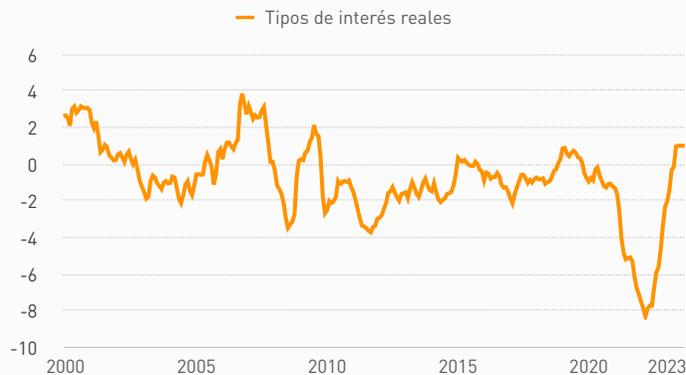
La narrativa del comunicado de la Reserva Federal ha sido más dura de lo esperado, separándose del consenso al sugerir un *tipo terminal* más elevado y subvertir las expectativas de una pausa sostenida en el tiempo, apoyándose para ello en la firmeza de la actividad y el empleo, la falta de progreso en el control de la inflación y un endurecimiento adicional de crédito tras las turbulencias bancarias que no se han materializado.

Valoración

Con la reunión de junio, la Reserva Federal inclina su pausa hacia un entorno de endurecimiento adicional, bajo una serie de señales mixtas en todos los planos: (i) inflación moderándose, pero con la subyacente mostrando cierta oposición a la baja; (ii) actividad divergente entre sectores de la economía, pero expansiva; (iii) empleo que sigue implicando presiones salariales, y (iv) una perspectiva menos sombría de inestabilidad bancaria.

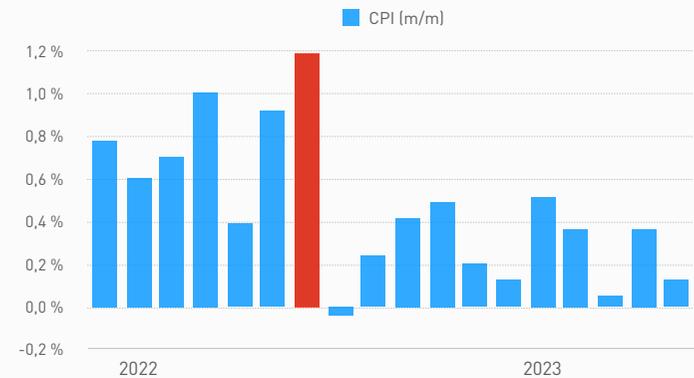
Los datos de inflación, por su parte, ofrecieron un progreso positivo en la lectura del IPC general (4,0% a/a, 0,1% m/m), siendo su lectura más benigna

Gráfica D.
Estados Unidos: tipos de interés reales



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica E.
Estados Unidos: inflación (efecto base de junio 2022)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

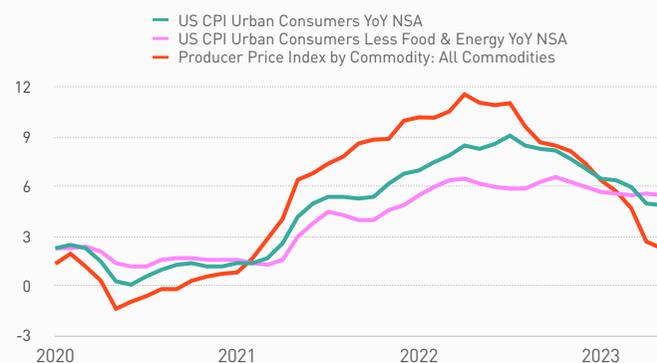
Recuadro 1.1.1 (continuación) Actualización de política monetaria

desde marzo de 2021 y mejor de lo esperado por cuarta vez consecutiva, con la energía como el principal componente a la baja. Sin embargo, el aporte en el caso de los bienes fue moderado, lateral por el lado de los servicios (ex vivienda, partida que sí avanzó un 0,6% m/m, frente al 0,4% de abril) y todavía no visible en la inflación subyacente (5,3% a/a y 0,4% m/m). Así, en líneas generales, se denota un avance insuficiente como para sostener la pausa, y prematuro a pesar de los tipos de interés reales positivos (no bajo el prisma de la subyacente), del efecto base de junio (menos favorable en los meses posteriores) y del viento a favor de los precios industriales (véanse las Gráficas D, E y F).

En términos de actividad económica, la perspectiva sigue siendo más débil, confirmando que la desaceleración de la economía estadounidense sigue en curso, aunque alejándose de los escenarios de aterrizaje. El principal deterioro continúa desarrollándose en el sector manufacturero (el PMI cayó de su nivel preliminar de 48,5, a 48,4 a finales de mayo, por debajo del 50,2 de abril, mientras que el ISM cayó desde 47,1 a 46,9). En el lado opuesto, los servicios siguen expandiéndose (PMI del 54,9 PMI e ISM del 50,3), aunque moderándose hasta alcanzar el ritmo más bajo desde diciembre de 2022, en parte debido al estado más avanzado del ciclo.

El empleo, por su parte, sigue mostrando un desequilibrio latente, con el ratio de vacantes por cubrir/desempleados en 1,66 y la participación laboral sin recuperar los niveles pre-pandemia. Sin embargo, los últimos datos disponibles muestran cierta debilidad, tanto en las ofertas de trabajo como en las encuestas de hogares, resultando en una tasa de desempleo que aumentó al 3,7% [desde el 3,4% anterior]. Por último, se observa un impacto moderado de la inestabilidad bancaria, aparentemente sofocada, y con un

Gráfica F.
Estados Unidos: precios al consumidor y de producción industriales

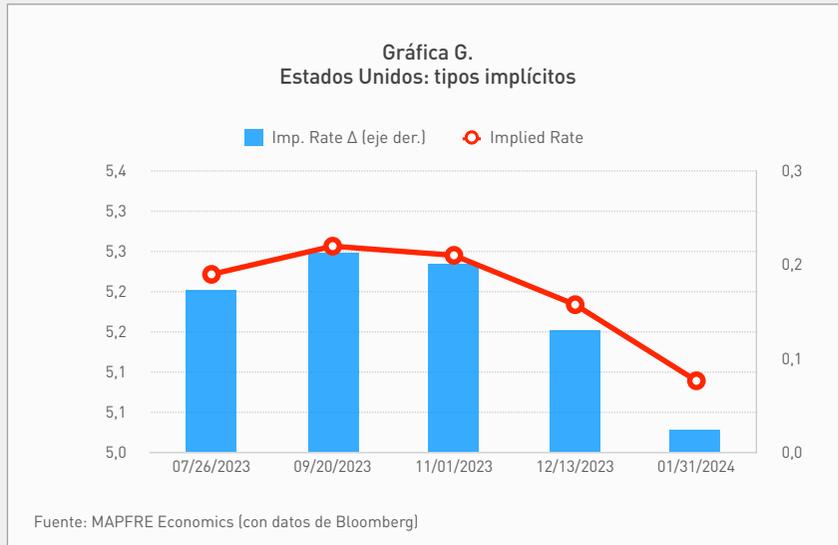


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

riesgo menor derivado del potencial endurecimiento adicional de las condiciones crediticias.

Con todo ello, la segunda mitad del año se inclina hacia una prolongación del ciclo expansivo y sujeto a un *tipo terminal* más alto de lo esperado, con 25 puntos básicos (pbs) adicionales esperados en el próximo mes de julio (tipos implícitos valorando una probabilidad cercana al 70%) y 25 pbs adicionales que bien podrían señalizarse para agosto-septiembre en el próximo simposio de Jackson Hole (tipos implícitos con probabilidades más volátiles). A partir

Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria



de ese punto, sería plausible establecer una nueva pausa (decisión unánime en junio) que permita seguir valorando el efecto acumulativo del endurecimiento monetario y sosteniendo la condicionalidad por más tiempo (véase la Gráfica G).

Banco Central Europeo

En su más reciente reunión, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener el rumbo previsto al elevar los tres tipos de interés oficiales en 25 pbs (4,25% para la marginal de crédito, 4,00% para la principal de financiación y 3,50% para la facilidad de depósito). Por el lado del balance, el

BCE sigue la hoja de ruta de reducir la tenencia de valores adquiridos mediante el programa de compra de activos (*Asset Purchase Programme*, APP) a un ritmo, en promedio, de 15.000 millones de euros, hasta finales de junio de 2023; no así para el caso de las reinversiones del APP, que se interrumpirán en el próximo mes de julio. Por otro lado, la intención de reinvertir los pagos de principal de los valores adquiridos bajo el PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) se mantiene al menos hasta finales de 2024, así como la orientación de las *Targeted Longer-term Refinancing Operations* (TLTRO 's), que no introducen novedades.

En el plano macroeconómico, se presentaron nuevas proyecciones, incluyendo la contracción del PIB del 0,1 % en el primer trimestre que rebaja el crecimiento para 2023 al 0,9% (desde el 1,0% anterior), y con un 1,5% en 2024 y un 1,5% en 2025 (frente al 1,6% anteriores). Por lo que se refiere a la inflación, las previsiones se mantienen elevadas y prácticamente sin cambios, situándose, en promedio, en el 5,4% para 2023, en el 3,0% en 2024 y en el 2,2% en 2025 (una décima al alza en todos los años). Por contra, la dinámica de la inflación subyacente se anticipa con una persistencia más prolongada de lo previsto, de la mano de la inflación del sector servicios que no termina de moderarse, y de las compensaciones salariales que toman impulso según los datos más recientes. En suma, y según lo previsto, la reunión del BCE ha venido acompañada de una subida adicional de tipos de interés, una perspectiva de más alzas en lo que resta de año y la confirmación de un panorama *estanflacionario* latente, que ofrece una visión más pesimista en su revisión ante una inflación subyacente, cuya moderación aún es tentativa.

Valoración

En una línea similar a la de la Reserva Federal, el BCE ha revitalizado los pilares que sostienen la necesidad de un endurecimiento monetario

Recuadro 1.1.1 (continuación) Actualización de política monetaria

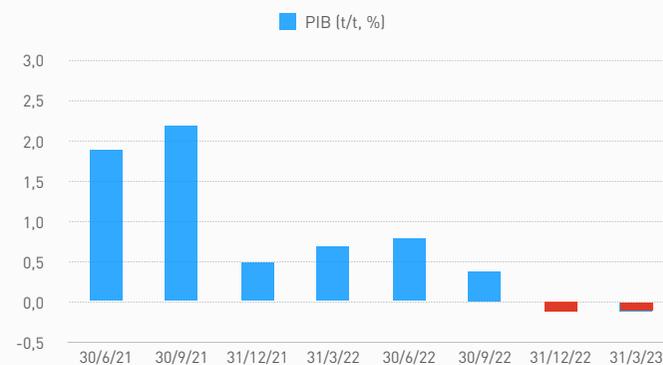
Gráfica H.
Eurozona: PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

adicional, con una narrativa sesgada al alza y con base en los factores propuestos por la Reserva Federal, aunque eliminando el régimen de pausa del tablero. En términos de actividad, y tras la revisión del dato del primer trimestre, se constata que la Eurozona sí está inmersa en una leve recesión técnica, con divergencias más notables en la industria manufacturera (lastradas por el shock energético y la pérdida de competitividad) y en el sector servicios (en fase de expansión más tardía), así como por la caída del consumo que finalmente no pudo ser compensada por las medidas de ahorro energético, por el apoyo fiscal, ni por la fortaleza del mercado laboral (véanse las Gráficas H e I).

Gráfica I.
Eurozona: PIB trimestral

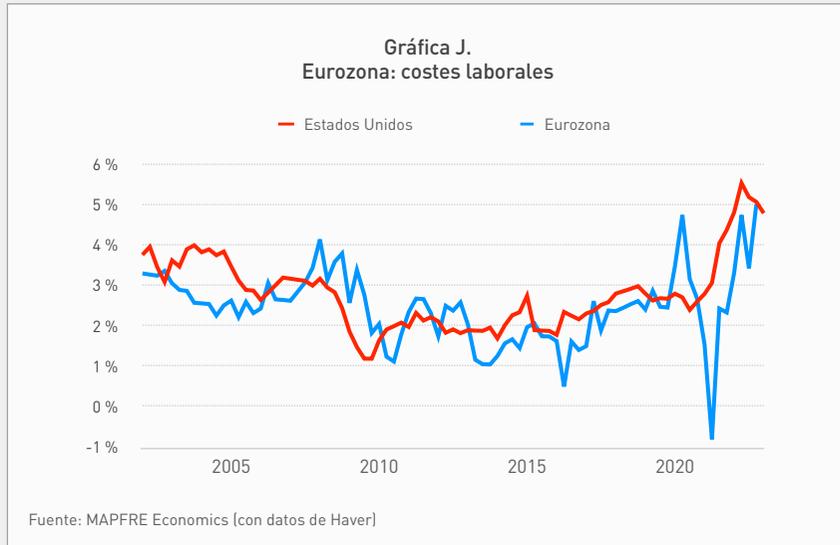


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Por el lado de los precios, los avances tampoco han resultado positivos, ya que, si bien el indicador general se moderó hasta el 6,1% en mayo, la rigidez de la inflación subyacente se mantiene (5,3%) y sigue sin evidenciar un claro cambio de tendencia, apoyándose tanto en el sector servicios como en los salarios, los cuales comienzan a liberarse de la pérdida de poder adquisitivo de forma más notoria, aunque sin desencadenar plenamente efectos de segunda ronda (véase la Gráfica J).

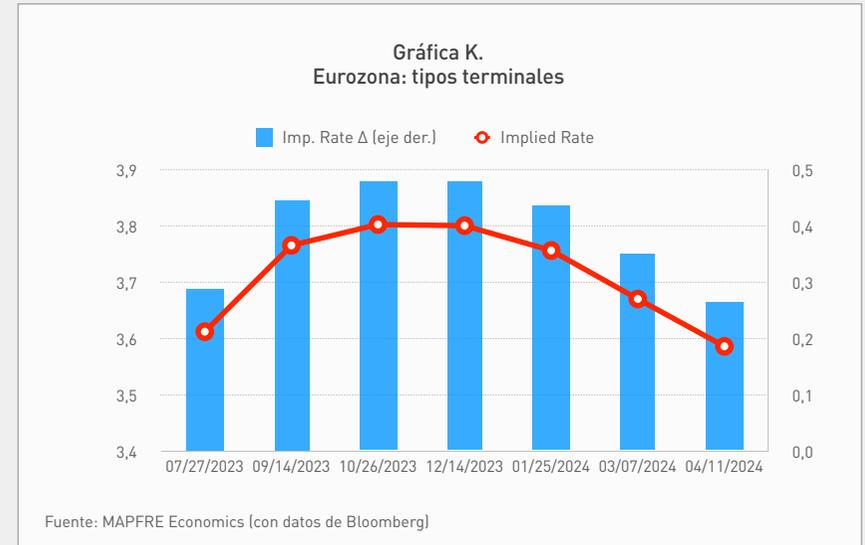
En cuanto a la inestabilidad financiera, en el caso de la Eurozona esta parece encontrarse bien acotada y, hasta la fecha, ha sostenido un bajo nivel de contagio en el sectorial bancario que se encuentra en una posición menos

Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria



señalada (aunque con el inminente reembolso de 500.000 millones de euros de las TRLTO) y con las primas de riesgo contenidas, permitiendo que el mecanismo antifragementación siga inactivo.

Con todo, el panorama en la Eurozona continúa siendo de debilidad, aunque superando la visión de una recesión profunda y cronificando ciertos riesgos que hasta la fecha han sido superados con cierto éxito, pero que no permiten margen para la complacencia. Bajo este enfoque, y prevaleciendo el riesgo de que un desanclaje de expectativas de inflación (la media cayó del 6,3% al 5,3% en abril, pero se mantiene elevada) siga impulsando los salarios y esterilice parte de los avances positivos por el lado de la oferta (sumado a



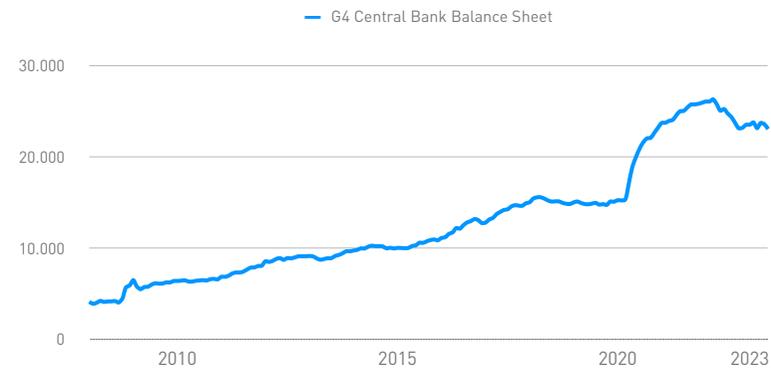
una palanca fiscal que no termina de cambiar de sesgo), los datos parecen suficientes para que el ciclo monetario siga vigente. En este sentido, se esperan dos subidas adicionales de tipos de interés de 25 pbs en julio y septiembre (véase la Gráfica K), prologándose así la opcionalidad de alcanzar un *tipo terminal* superior antes de fin año.

Gráfica 1.1.1-i
Global: índice de deuda con tipos de interés negativos



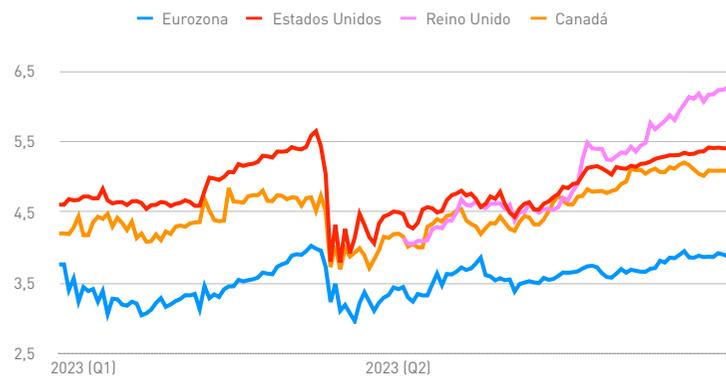
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.1-j
Economías seleccionadas: balance de los bancos centrales (G4)
(millardos de dólares)



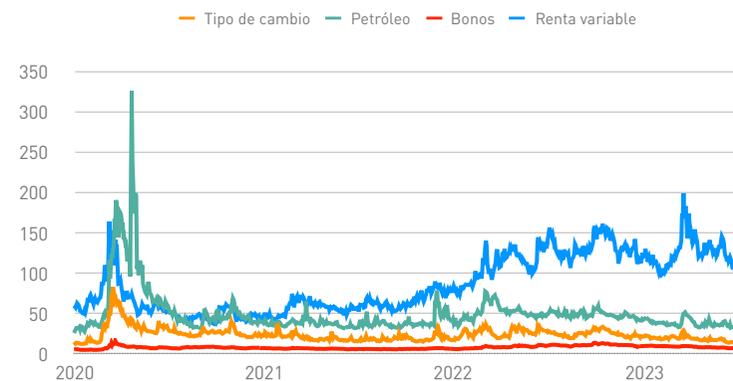
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.1-k
Economías seleccionadas: tipos de interés terminales



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y Haver)

Gráfica 1.1.1-l
Global: niveles de volatilidad



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.1-m
Economías seleccionadas: PMIs manufactureros

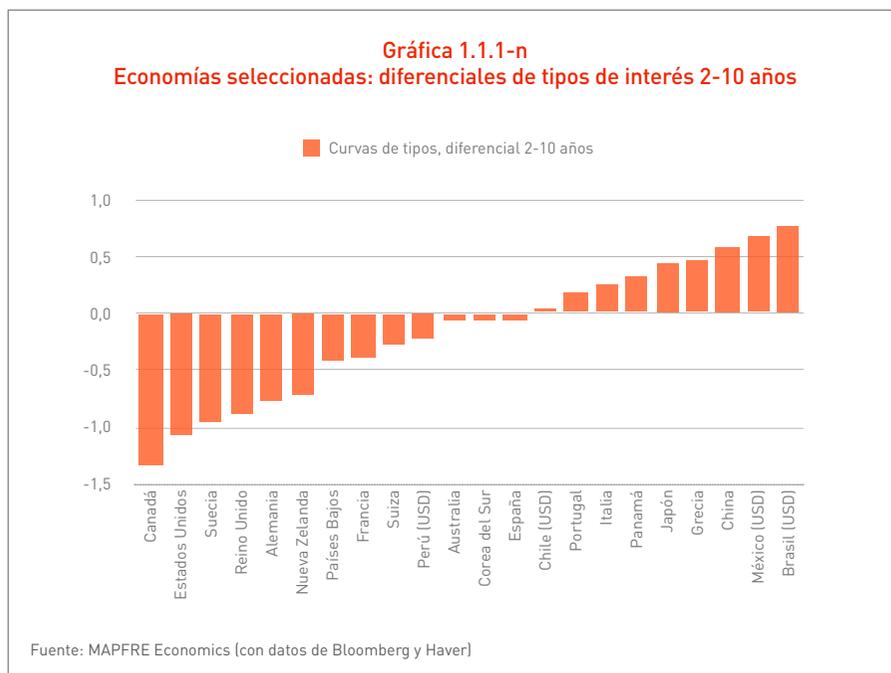
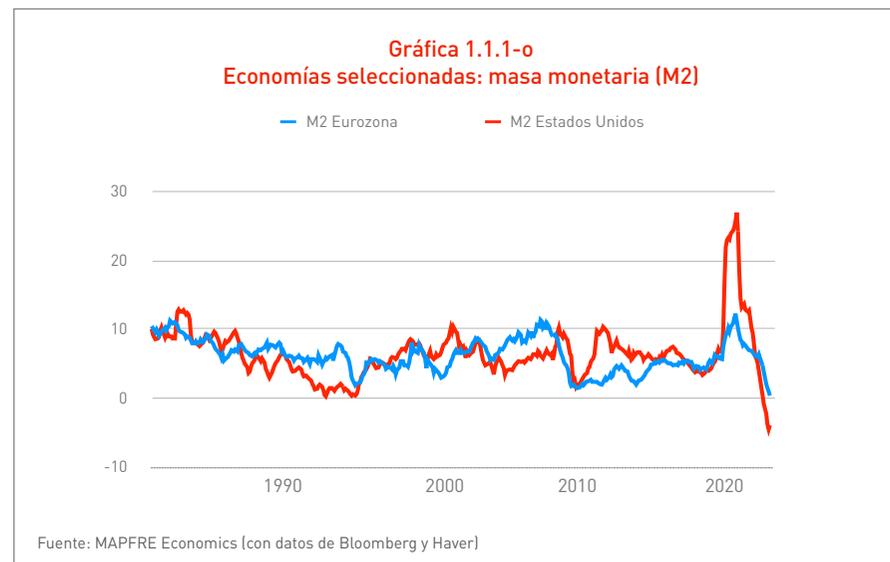
	30/6/22	31/7/22	31/8/22	30/9/22	31/10/22	30/11/22	31/12/22	31/1/23	28/2/23	31/3/23	30/4/23	31/5/23	30/6/23
Austria	51,2	51,7	48,8	48,8	46,6	46,6	47,3	48,4	47,1	44,7	42,0	39,7	39,0
Brasil	54,1	54,0	51,9	51,1	50,8	44,3	44,2	47,5	49,2	47,0	44,3	47,1	46,6
Canadá	54,6	52,5	48,7	49,8	48,8	49,6	49,2	51,0	52,4	48,6	50,2	49,0	48,8
China	51,7	50,4	49,5	48,1	49,2	49,4	49,0	49,2	51,6	50,0	49,5	50,9	50,5
República Checa	49,0	46,8	46,8	44,7	41,7	41,6	42,6	44,6	44,3	44,3	42,8	42,8	40,8
Mercados desarrollados	52,5	51,2	50,2	50,1	48,8	47,8	47,3	48,1	48,1	48,4	48,5	47,6	46,3
Mercados emergentes	51,7	50,8	50,2	49,3	49,8	49,7	49,8	49,9	51,6	50,7	50,5	51,4	51,1
Unión Europea	51,6	49,3	49,1	48,1	46,1	46,7	47,5	48,6	48,3	47,3	45,8	44,9	43,4
Eurozona	52,1	49,8	49,6	48,4	46,4	47,1	47,8	48,8	48,5	47,3	45,8	44,8	43,4
Francia	51,4	49,5	50,6	47,7	47,2	48,3	49,2	50,5	47,4	47,3	45,6	45,7	46,0
Alemania	52,0	49,3	49,1	47,8	45,1	46,2	47,1	47,3	46,3	44,7	44,5	43,2	40,6
Grecia	51,1	49,1	48,8	49,7	48,1	48,4	47,2	49,2	51,7	52,8	52,4	51,5	51,8
India	53,9	56,4	56,2	55,1	55,3	55,7	57,8	55,4	55,3	56,4	57,2	58,7	57,8
Indonesia	50,2	51,3	51,7	53,7	51,8	50,3	50,9	51,3	51,2	51,9	52,7	50,3	52,5
Irlanda	53,1	51,8	51,1	51,5	51,4	48,7	48,7	50,1	51,3	49,7	48,6	47,5	47,3
Italia	50,9	48,5	48,0	48,3	46,5	48,4	48,5	50,4	52,0	51,1	46,8	45,9	43,8
Japón	52,7	52,1	51,5	50,8	50,7	49,0	48,9	48,9	47,7	49,2	49,5	50,6	49,8
México	52,2	48,5	48,5	50,3	50,3	50,6	51,3	48,9	51,0	51,0	51,1	50,5	50,9
Países Bajos	55,9	54,5	52,6	49,0	47,9	46,0	48,6	49,6	48,7	46,4	44,9	44,2	43,8
Polonia	44,4	42,1	40,9	43,0	42,0	43,4	45,6	47,5	48,5	48,3	46,6	47,0	45,1
Rusia	50,9	50,3	51,7	52,0	50,7	53,2	53,0	52,6	53,6	53,2	52,6	53,5	52,6
Corea del Sur	51,3	49,8	47,6	47,3	48,2	49,0	48,2	48,5	48,5	47,6	48,1	48,4	47,8
España	52,6	48,7	49,9	49,0	44,7	45,7	46,4	48,4	50,7	51,3	49,0	48,4	48,0
Taiwán	49,8	44,6	42,7	42,2	41,5	41,6	44,6	44,3	49,0	48,6	47,1	44,3	44,8
Turquía	48,1	46,9	47,4	46,9	46,4	45,7	48,1	50,1	50,1	50,9	51,5	51,5	51,5
Reino Unido	52,8	52,1	47,3	48,4	46,2	46,5	45,3	47,0	49,3	47,9	47,8	47,1	46,5
Estados Unidos	52,7	52,2	51,5	52,0	50,4	47,7	46,2	46,9	47,3	49,2	50,2	48,4	46,3
Vietnam	54	51,2	52,7	52,5	50,6	47,4	46,4	47,4	51,2	47,7	46,7	45,3	46,2
Mundo	52,2	51,1	50,3	49,8	49,4	48,8	48,7	49,1	49,9	49,6	49,6	49,6	48,8

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

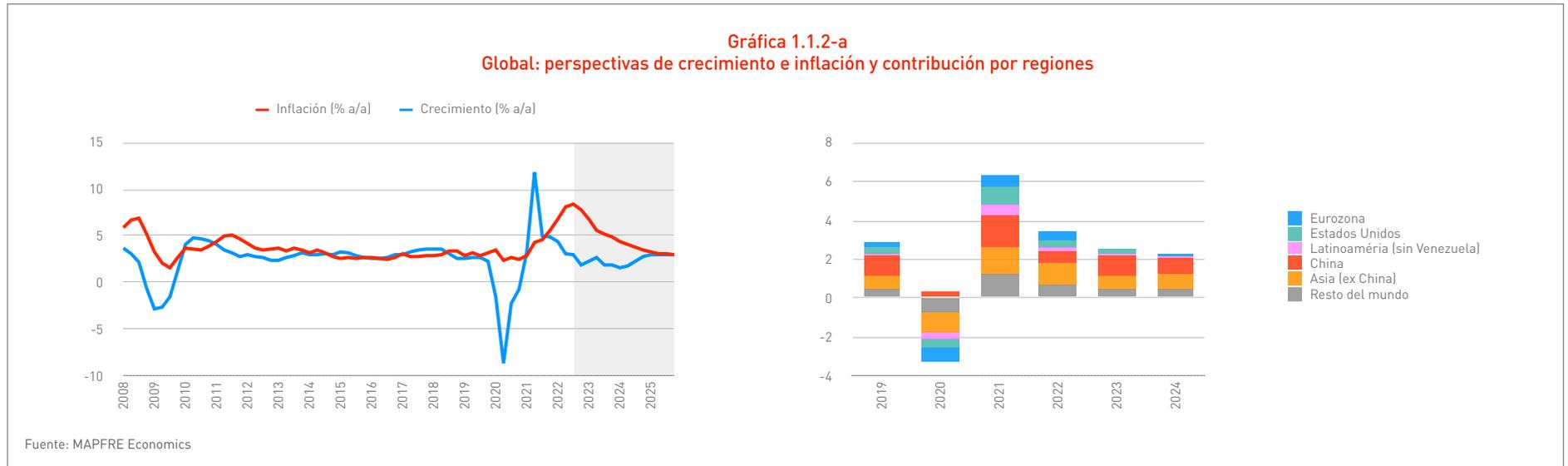
mostrando exiguo impacto y las atípicas dinámicas de este ciclo (sumado a la limitada capacidad en términos de palancas económicas para abordar nuevos *shocks*), no es posible aún descartar la posibilidad de un aterrizaje fuerte por completo, ni que la transición hacia un evento no lineal con una recesión más tardía (pero también más pronunciada) sea plenamente factible (véanse las Gráficas 1.1.1-k a 1.1.1-o).

1.1.2 Perspectivas y dinámicas regionales

La revisión de previsiones en este informe considera cambios a nivel global, con una previsión de crecimiento levemente a la baja en 2023, 2,6% frente al



2,8% anterior, y de cara a 2024 con una estimación en torno al 2,3% (frente 3,0% anterior). Respecto al panorama de la inflación, las previsiones se mantienen sin cambios, con un 7,0% en 2023 y un 4,9% en 2024, manteniendo en la balanza las preocupaciones respecto a la inflación por encima de la actividad. Cabe destacar que las dinámicas regionales recogen una serie de tendencias divergentes que anticipan cambios respecto a las contribuciones al crecimiento, aunque insuficientes para escapar del entorno *estanflacionario* global. Estas disparidades obedecen, en buena medida: (i) a la estructura productiva, la cual se encuentra condicionada por la brecha entre manufacturas y servicios (más pronunciada en las regiones desarrolladas); (ii) a la resiliencia tanto del gasto del consumidor como de los mercados laborales, y (iii) a la efectividad de las políticas económicas. Así, en este apartado toma especial atención el ciclo monetario en curso, el cual puede comenzar a ceder en ciertas economías emergentes que ya anticiparon postura proactiva con anterioridad, frente a una postura más conservadora de los países



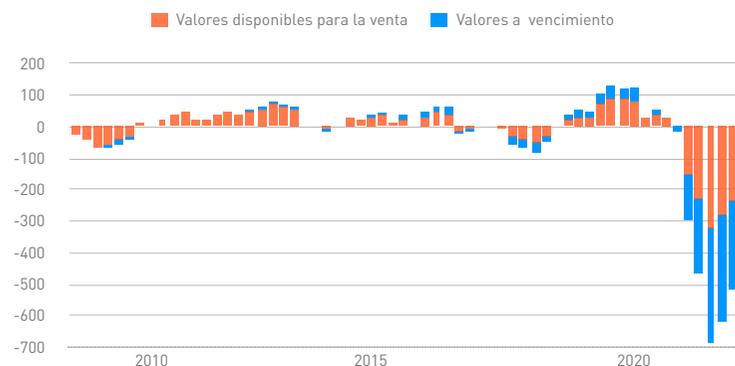
desarrollados, mientras que la política fiscal sigue acomodándose hacia la neutralidad (destacando las limitaciones de Estados Unidos tras el acuerdo por el nuevo techo de deuda), aunque a un ritmo más lento del pronosticado (con la Eurozona todavía en una estrategia acomodaticia, aunque optimistas de que se encontrará un compromiso consensuado antes de fin de año), y en un entorno de acceso a financiación más complejo (véase la Gráfica 1.1.2-a).

Estados Unidos

En Estados Unidos, las previsiones contienen cambios positivos en términos de actividad, al menos para 2023, en virtud de que la resistencia del consumo y la estrechez del mercado laboral continúan dificultando la consecución de los objetivos anti-inflacionarios de la Reserva Federal. Por el lado de los precios, no hay cambio en las previsiones, con las presiones de bienes duraderos desvaneciéndose, pero los servicios recogiendo los

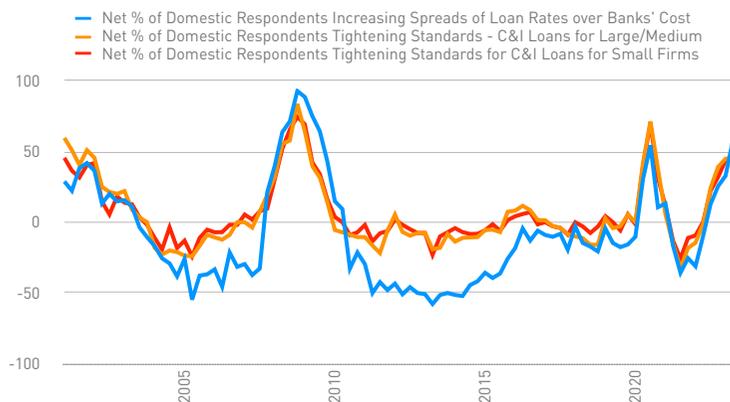
efectos de esta resiliencia del consumo y los efectos base visualizando una etapa menos favorable. A su vez, y tras la pausa de subidas de tipos de interés y estabilización del entorno bancario, las perspectivas de la política monetaria retoman el ciclo de subidas de tipos hacia un nivel de endurecimiento adicional que eleve el *tipo terminal* esperado y la intención de permanecer en territorio restrictivo por más tiempo. La última revisión del PIB del primer trimestre y sus componentes, principalmente consumo personal, justifican una tendencia que podría seguir avanzando por más tiempo de lo inicialmente previsto, al tiempo que la salud financiera no muestra signos de ajustes adicionales en el entorno de condiciones financieras más adversas. Se trata de puntos de apoyo que deberían moderarse con la efectividad de la política monetaria, aún con rezago, pero acumulando señales en series de “datos blandos”, y una política fiscal con pocos cambios a la vista. Con todo, se mantiene la previsión de una recesión corta en el segundo semestre del año, aunque se desplaza la primera contracción de la actividad económica para el último trimestre de 2023 o el primero de 2024 (véanse las Gráficas 1.1-2-c y 1.1-2-d).

Gráfica 1.1.2-b
Estados Unidos: pérdidas no realizadas de bancos



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del FDIC)

Gráfica 1.1.2-c
Estados Unidos: estándares de crédito

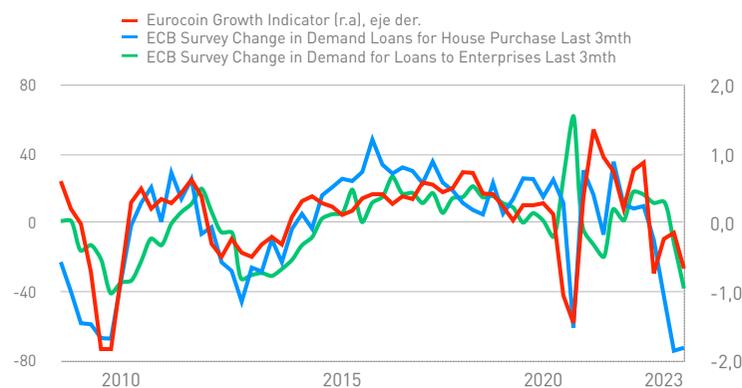


Fuente: MAPFRE Economics (con Datos de Bloomberg, Haver, Reserva Federal)

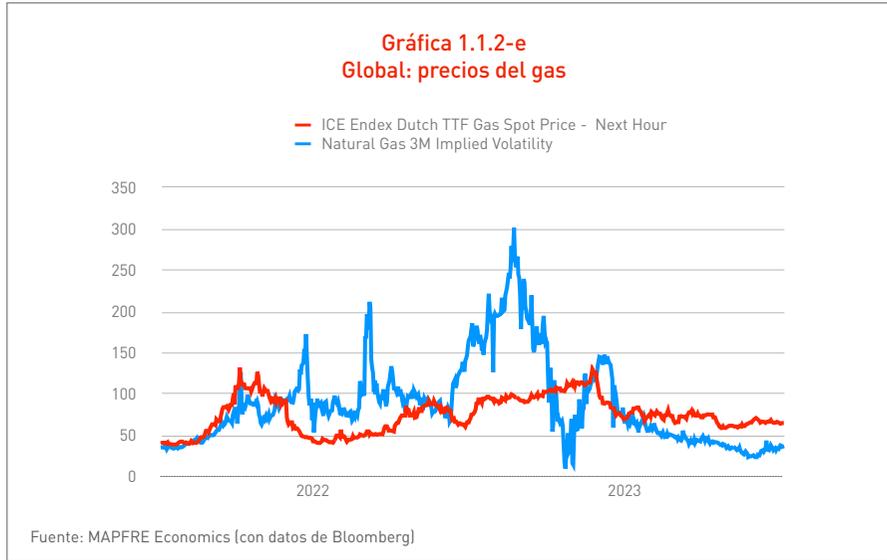
Eurozona

La Eurozona, por su parte, presenta un mantenimiento de la previsión de crecimiento para 2023, tras materializarse los malos datos del primer trimestre, un menor respaldo de los países intensivos en manufacturas (principalmente en Alemania) manifestando un repunte económico modesto y en línea con la debilidad de las últimas encuestas a la industria. Por el lado del gasto del consumidor, se espera que este mantenga una cierta debilidad en 2023, con el impulso de los salarios trazando una mejor senda en 2024, y con cierta inclinación hacia los servicios, lo que seguiría proporcionando aire a las economías del sur europeo (España e Italia), beneficiadas por el repunte del turismo y la absorción de los fondos PRR y NGEU, que ejercen de contrapeso en su contribución al alza para el crecimiento del bloque.

Gráfica 1.1.2-d
Eurozona: indicadores de crecimiento económico y crédito



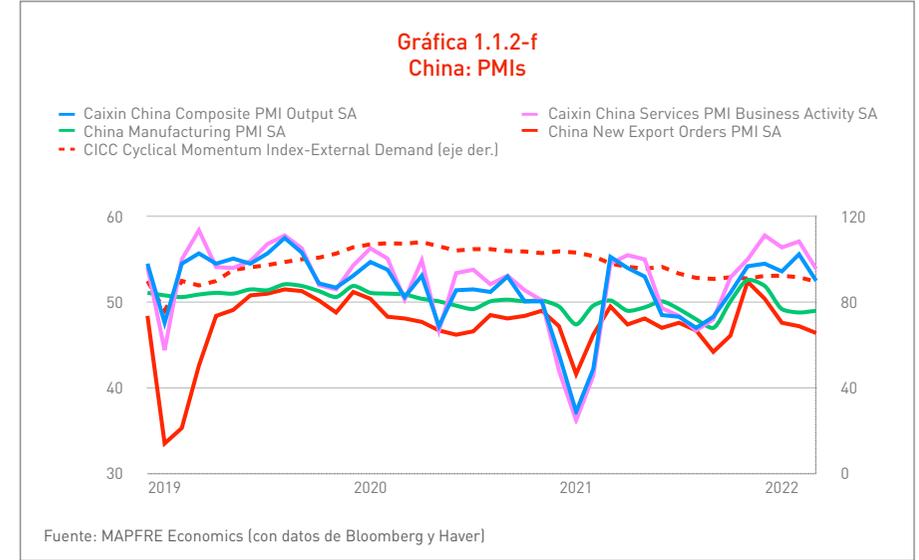
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)



En términos de precios, las previsiones se elevan marginalmente tanto para 2023 como 2022. Se espera que las buenas noticias continúen llegando por el lado de la industria, aunque a costa de un peor desempeño, y supeditadas a riesgos estructurales en el lado de la energía, mientras que la subyacente permanecerá con avances marginales y sujeta a riesgos relacionados con la evolución salarial. En consecuencia, se revisan las previsiones de un Banco Central Europeo (BCE) de línea más dura, con un *tipo terminal* más elevado y condiciones financieras en general más estrictas, lo que podría acelerar la transición de los gobiernos hacia la sostenibilidad fiscal (véanse las Gráficas 1.1.2-d y 1.1.2-e).

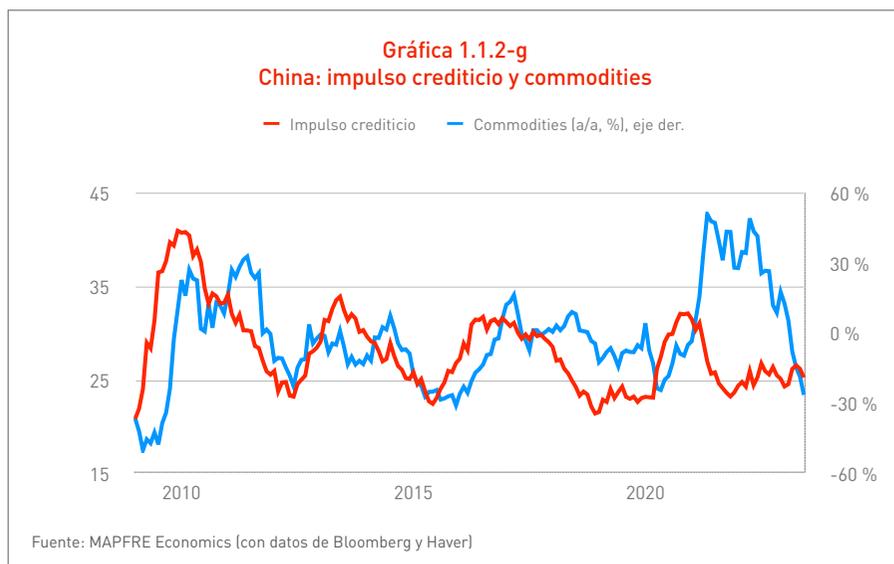
China y Asia Pacífico

En cuanto a la economía China, el auge de la reapertura parece haberse estancando en los meses más recientes, con los datos de producción



industrial, exportaciones y el gasto del consumidor debilitándose ligeramente. Asimismo, continúa enfrentado los vientos en contra tanto externos, con la desaceleración de la demanda global, como internos, con el mercado inmobiliario que no termina de superar la fase de atonía tras las últimas medidas del gobierno (los nuevos préstamos relacionados con la vivienda cayeron a niveles de 2013).

Si bien la primera mitad del año ha decepcionado a la baja en actividad, con su reflejo en los precios (inflación y precios industriales en desaceleración), se prevé que la economía china se encuentre en una fase de toma de aire y que esta podría reimpulsarse en la segunda mitad del año, de la mano de una política económica más proactiva (políticas fiscales y cuasi-fiscales orientadas a retomar el crecimiento), y con el apoyo de una política monetaria más laxa, enviando señales de mayor flexibilidad tanto en el RRR (adicionales a los 10 puntos básicos ya anunciados en junio) como en la facilidad de préstamo a medio plazo, MLF,

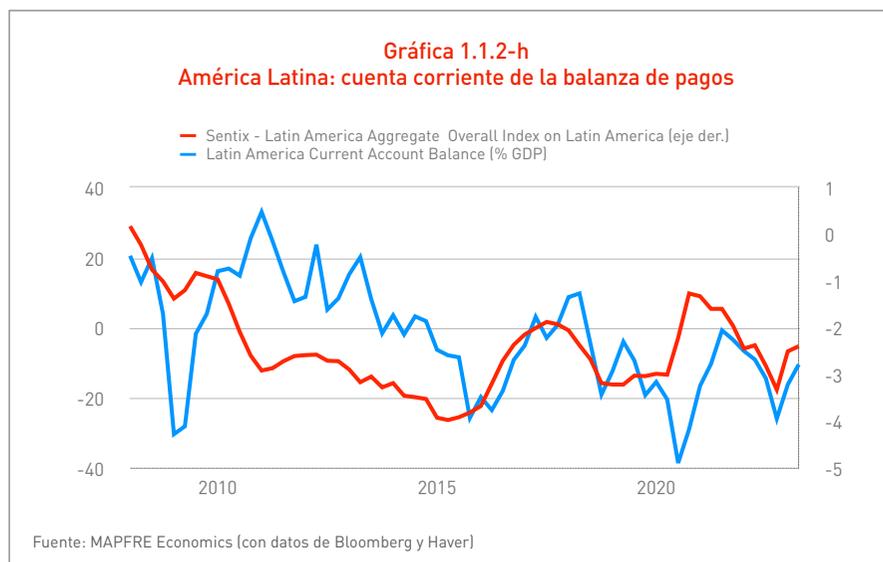


y la tasa de referencia para nuevos préstamos, LPR (véanse las Gráficas 1.1.2-f y 1.1.2-g). Y por lo que se refiere al resto del continente asiático, se mantiene una visión positiva en cuanto al crecimiento, a pesar de las preocupaciones por la minoración de la demanda externa (Taiwán y Corea destacan por la ciclicidad de los semiconductores). Parte importante del crecimiento económico de la región sigue residiendo en la inversión, lo que, sumado a las contenidas tasas de inflación, podría llevar a los bancos centrales a ponderar en mayor medida el crecimiento y proporcionar cierto nivel de alivio de forma anticipada.

América Latina

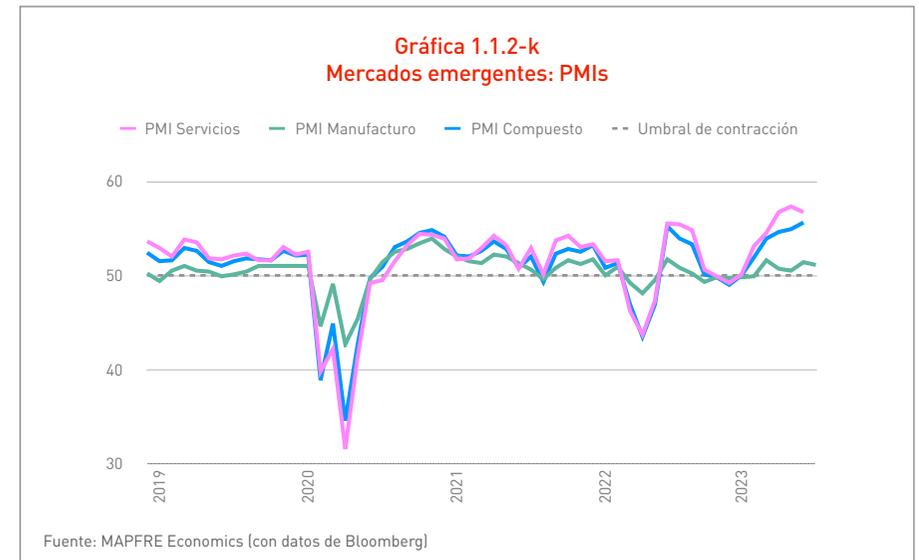
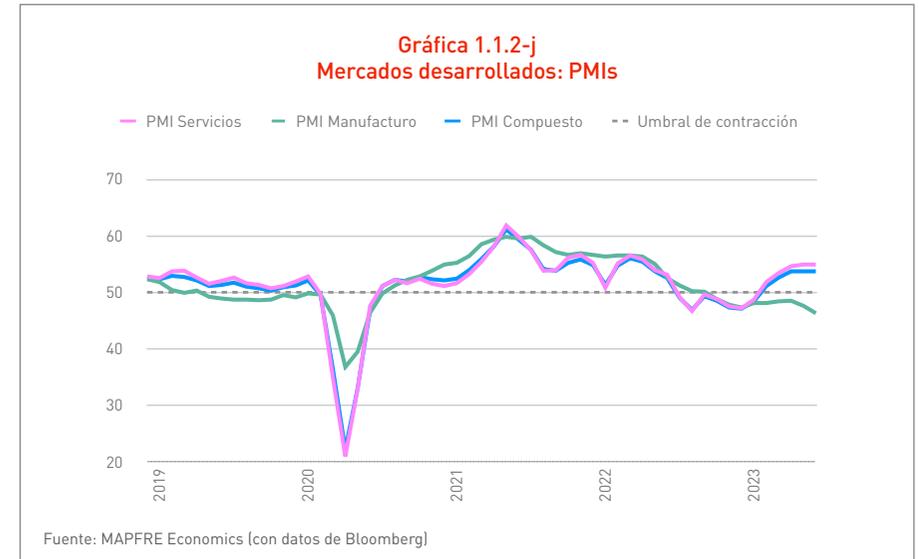
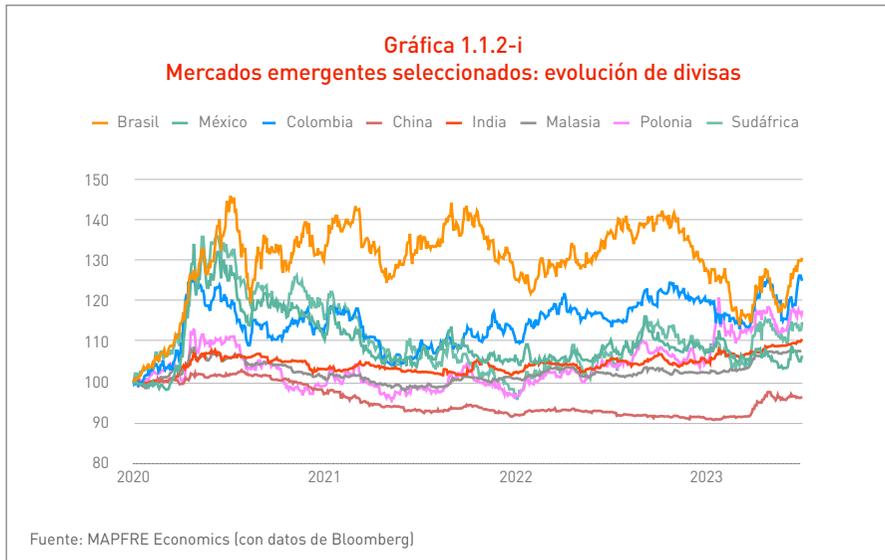
Finalmente, las perspectivas para las principales economías latinoamericanas se revisan al alza, aunque manteniéndose divergencias intra-regionales, concentrándose la mejora de perspectivas en las

económicas de México y Brasil. A pesar de coincidir con los síntomas de la menor demanda global y el lastre acumulado de una política monetaria restrictiva temprana, ambas economías presentan signos más certeros tanto de una desaceleración de los precios como de un consumo resiliente, mostrando que la actividad económica podría haberse mantenido nuevamente infraestimada en la última versión del informe. Otro viento a favor se espera por el lado de la inversión, que podría repuntar en Brasil, tras su mejora de calificación crediticia, y en México, beneficiándose del progresivo avance de la inversión relacionada con el *nearshoring*. Con respecto a la dinámica de la inflación, esta muestra una senda de desaceleración más concreta, y se prevé que siga una senda ligeramente más rápida en el futuro frente a la tendencia de las economías desarrolladas, permitiendo que el ciclo de relajación sea anticipado en varios países de la región, especialmente en las economías respaldadas por la fortaleza de sus divisas. En el lado negativo, esta mejora de perspectivas no se amplía de forma homogénea, destacando

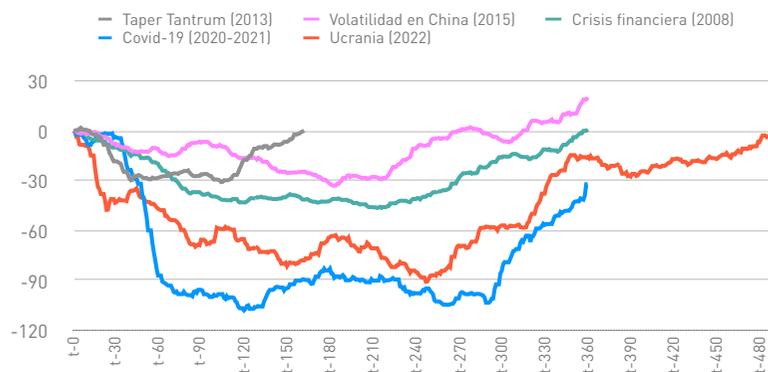


las economías como Argentina, Colombia, Chile y Perú, donde las cuentas fiscales siguen deterioradas, la actividad deprimida y la inflación elevada, imposibilitando un cambio en la política monetaria (véanse las Gráficas 1.1.2-h y 1.1.2-i).

En síntesis, las perspectivas a nivel global de comienzo de año de un gradual movimiento de las preocupaciones por el lado de los precios hacia problemas por el lado de la demanda se mantienen, tamizadas por el cauteloso optimismo de comienzos de año y dilatadas en el tiempo con la revisión actual de una mayor resiliencia. Los puntos de apoyo se concentran en el cortafuegos de la política fiscal, el consumo respaldado por la fortaleza de los mercados laborales, y el sector servicios (no así en las manufacturas que cumplen con el guion previsto), así como en el dilatado efecto de las políticas monetarias, que no terminan de permear en el conjunto de la economía de forma homogénea. En lo que respecta a los precios, los índices continúan recogiendo las señales divergentes

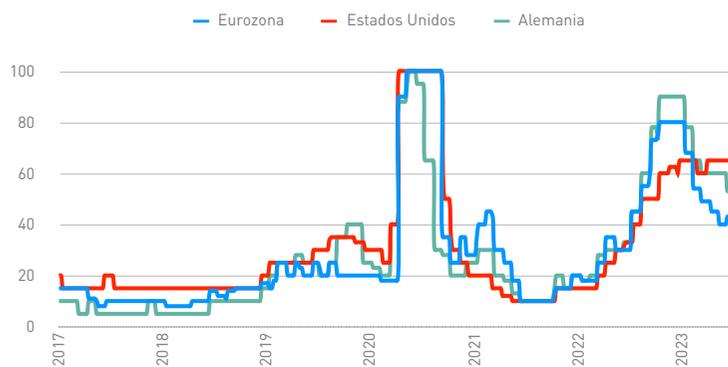


Gráfica 1.1.2-l
Flujos de inversiones de cartera hacia mercados emergentes
(millardos de dólares)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de IIF y Haver)

Gráfica 1.1.2-m
Economías seleccionadas: probabilidades de recesión



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

entre industria y servicios, plasmando esa brecha entre la lectura general (a la baja) y la subyacente (más resistente), proporcionando un espacio para las políticas fiscal y monetaria insuficiente para dar por terminado el ciclo. En esta línea, y a falta de nuevos catalizadores positivos por el lado de la actividad económica, la previsión de una inflación que no remite en la senda prevista y la ausencia de nuevos eventos de inestabilidad financiera que fuercen a un giro de la política monetaria y fiscal, el panorama de *estanflación* se mantiene (véanse las Gráficas 1.1.2-j a 1.1.2-m).

1.1.3 Escenarios y previsiones

Escenario base

Para lo que resta de 2023 e inicios de 2024, se mantiene un *escenario base* de *estanflación* global, con un crecimiento que sigue limitado por tasas por debajo del potencial a nivel global, particularmente en los mercados desarrollados que siguen sufriendo recesiones selectivas y una divergencia en el crecimiento, más evidente en función de la estructura productiva predominante en cada país. La línea de base se mantiene, con una desaceleración cíclica de la demanda que da paso a menores preocupaciones por la inflación, pero que dilata sus efectos en el tiempo apoyada en los factores de prolongación de tono expansivo del consumo, unos mercados laborales que preservan cierta fortaleza y una política fiscal con mayor demora de lo anticipado en su cambio hacia la neutralidad (principalmente en Europa), con las fragilidades que ello conlleva en términos de sostenibilidad de la deuda.

Por el lado de los precios, sigue manteniéndose un escenario de presiones elevadas, con tendencia a la baja, pero de forma más dilatada en el tiempo, y con una resistencia en el ritmo de descenso (principalmente en el índice subyacente) por los factores anteriormente señalados. Por el contrario, la inflación cuenta con una base de apoyo

muchos menos amplia (materias primas, bienes duraderos y sector manufacturero limitan su aporte frente al respaldo de los servicios, especialmente turísticos), pero con mayor potencial a desencadenar efectos de segunda ronda, siendo los salarios el siguiente eslabón en la cadena de precios y el potencial catalizador de este riesgo, el cual proporcionaría cierta fluidez para transitar hacia el escenario de riesgo que se plantea más adelante.

Este panorama incluye, a su vez, unas condiciones financieras más estrictas de lo anticipado en la versión anterior de este informe, con los bancos centrales de los países desarrollados añadiendo una subida de tipos de interés adicional a la anticipada; en concreto, la Reserva Federal con 25 puntos básicos adicionales en julio (frente a la pausa propuesta anteriormente) y el BCE con dos aumentos de 25 puntos básicos (frente a un aumento anterior). Al mismo tiempo, sus homólogos emergentes, con el ciclo monetario más avanzado, así como una dinámica de precios más controlada, postergan un trimestre el endurecimiento monetario.

En el marco geopolítico, no hay cambios en el horizonte de previsión, con la guerra de Ucrania, las tensiones respecto a Taiwán, y el resto de los eventos de fragmentación y transición hacia un mundo multipolar como tendencia constante, aunque sujetos a la volatilidad inherente que pueden provocar. Con ello, en el escenario base del informe las materias primas se estabilizan en los niveles actuales, rehusando caídas abruptas en los precios por la menor demanda y modelando una senda ligeramente superior a la observada en la última década, y más concretamente el petróleo, que se modela en los 85 USD/b de media en 2023 y se sostiene en el entorno de los 80 USD/b durante 2024 y 2025.

Escenario estresado

Por su parte, el *escenario estresado* (escenario de riesgo) mantiene el supuesto de la edición anterior de este informe, considerando una caída de la actividad económica a nivel global, y un repunte de la inflación que

activan un entorno de condiciones financieras más estrictas desde la base de una política monetaria más agresiva, y una política fiscal que responde de forma moderada, acusando repuntes en las primas de riesgo, pero sin desencadenar un evento de dominancia fiscal. Por lo que respecta a la actividad, la erosión del poder adquisitivo se acusa en el consumo y la inversión, que pasan a contraerse en la segunda mitad de 2023 e inicios de 2024, con las economías desarrolladas enfrentando recesiones selectivas, pero más profundas, al tiempo que los países emergentes ven mermado su desempeño por la caída de la demanda global, siendo más perceptible en los países exportadores de materias primas, con un elevado grado de apertura de exterior y vulnerables en términos de financiación de la cuenta corriente. En términos agregados, el soporte del crecimiento global continúa ubicándose en Asia, especialmente en China, India y los países satélites y, en menor medida, en otros emergentes de Latinoamérica y Europa, Medio Oriente y África, siendo las regiones desarrolladas las de menor contribución.

Por el lado de la inflación, en este escenario de riesgo el repunte de los precios obedece a fuerzas menos cíclicas y más estructurales, provocando que la política monetaria active las palancas hacia un *tipo terminal* más alto hacia finales de año, y con tipos de interés reales más restrictivos de lo anticipado durante gran parte de 2024, canalizándose hacia una merma de los mercados laborales que profundizan en la caída del consumo. En consecuencia, la activación de políticas fiscales contra-cíclicas se reduce a un pequeño grupo de países, limitados por el espacio fiscal, y es insuficiente para ejercer el papel de amortiguador de *shocks* anteriores como en el energético.

Por otra parte, el cambio en las condiciones financieras y la menor liquidez propiciada por programas de reducción de balance más agresivos, conllevan a una volatilidad implícita que eleva el VIX a niveles por encima de 40, y la media anual cercana a 30; la inferencia resulta en una corrección en los activos de riesgo, con la renta variable global contrayéndose un 20% en su índice agregado, la renta fija partiendo de

una corrección del 10% en la duración 10 años, y un dólar que vuelve a fortalecerse frente al resto de divisas (1,08 frente al EUR), amplificando el efecto de la retirada de liquidez, y un *flight-to-quality* que afecta a las divisas emergentes que afrontan salidas de flujos similar a *shocks* anteriores. En términos de *spreads* de crédito, la ampliación de diferenciales se establece en el rango de 150 a 300 puntos básicos, en función de la escala de calidad crediticia. Por su parte, el mercado inmobiliario sufre un contagio limitado pero adverso, con caídas similares a las modeladas para la renta fija, aunque con amplias divergencias por regiones. En cuanto a las materias primas, estas no sufren un *shock* relevante, al descansar el supuesto en un *shock* estructural, aunque transitan hacia un entorno de precios más débil en el medio plazo dada la caída de demanda, acelerando el agotamiento del momento cíclico actual.

1.1.4 Balance de riesgos

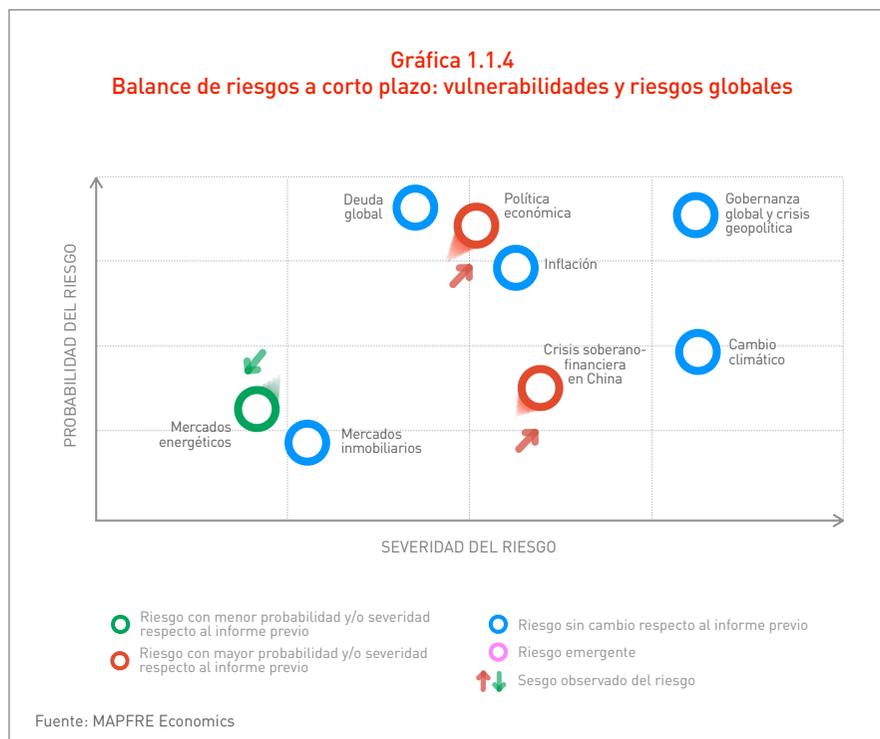
Existen varios posibles detonantes adicionales que se ilustran esquemáticamente en el mapa de riesgos que se presenta en la Gráfica 1.1.4. Estos factores detonantes podrían resultar en un evento similar a un shock recesivo y se describen a continuación.

Gobernanza global y crisis geopolítica

La Unión Europea (UE) ha emitido recientemente un documento estratégico de seguridad económica con tres prioridades principales: competitividad, protección contra riesgos económicos y colaboración con otros países. Las propuestas tienen como objetivo mejorar la supervisión gubernamental del comercio "arriesgado" con terceros países, reflejando el nuevo entorno global, donde se menciona varias veces la potencial militarización de las dependencias comerciales. A continuación, como parte del balance de riesgos para la economía global, en esta sección se explora la importancia de estas medidas, su impacto potencial en el

comercio con socios como China y los desafíos en su implementación. Además, se profundiza en las tendencias actuales en varios sectores, incluyendo tensiones comerciales, desarrollos financieros, transiciones energéticas, temas agrícolas, preocupaciones de defensa y seguridad nacional, debates en el campo de la salud y regulación tecnológica, todos ellos dando forma al panorama global.

La estrategia de seguridad económica de la UE se centra en abordar preocupaciones sobre la seguridad económica, especialmente a la luz de eventos geopolíticos como la invasión de Ucrania por parte de Rusia y la



pandemia del Covid-19. La estrategia incluye propuestas para revisiones y reportes periódicos al Consejo Europeo, con aportes del sector privado, para abordar vulnerabilidades en las cadenas de suministro y la fuga de tecnología. Se propone la creación de una Plataforma de Tecnologías Estratégicas para Europa que buscan mejorar la competitividad de la UE, especialmente en transformaciones verdes y digitales.

Presiones de Estados Unidos

La estrategia también responde a las presiones de Estados Unidos para restringir el flujo de bienes y tecnologías sensibles a China. Si bien la UE está considerando controles de exportación sobre bienes de uso dual y riesgos de seguridad relacionados con inversiones en el extranjero, su enfoque es menos contundente que el de Estados Unidos. La UE busca equilibrar la colaboración con Estados Unidos y mantener relaciones comerciales con China. La implementación de estas medidas dependerá en gran medida de la próxima Comisión, y podrían surgir tensiones transatlánticas si Estados Unidos experimenta un cambio de liderazgo después de las elecciones presidenciales de 2024.

Presidencia española del Consejo de la Unión Europea

La Presidencia Española del Consejo de la Unión Europea tiene como objetivo abordar los principales desafíos que enfrenta la UE. Esto incluye responder a crisis como la pandemia del Covid-19, la invasión de Ucrania por parte de Rusia y cambios geopolíticos. El gobierno español busca desempeñar un papel significativo en la configuración del rumbo futuro de la UE y fortalecer sus alianzas globales. Las principales prioridades incluyen apoyar a Ucrania, buscar nuevos aliados en América Latina y el Caribe, y avanzar en la transición verde. Uno de los desafíos clave para la presidencia española es finalizar el Pacto de Migración y Asilo, equilibrando la responsabilidad y la solidaridad entre los países europeos.

Tendencias actuales en varios sectores

En el plano comercial estadounidense, desde donde se libra una intensa actividad de posicionamiento global, una coalición de grupos laborales y ambientales ha expresado preocupación por la interpretación vaga e insuficiente de la IRA por parte del Tesoro y la administración Biden, especialmente en relación con las prácticas mineras de metales críticos y los créditos fiscales para vehículos eléctricos aplicados a naciones aliadas como Japón. Las cuestiones laborales con México también se están convirtiendo en un tema de campaña, con sindicatos exigiendo una aplicación más estricta del T-MEC.

En el mercado bancario y financiero de Estados Unidos, el presidente del Comité de Banca del Senado, Sherrod Brown, ha logrado una importante victoria al obtener la aprobación de una propuesta que permite al gobierno de Estados Unidos recuperar el salario de ejecutivos de bancos fallidos. Por otra parte, BlackRock y JPM se han asociado con el gobierno de Ucrania para crear un banco de reconstrucción de 400 mil millones de dólares. Por último, la visita del Primer Ministro de la India, Narendra Modi, a Estados Unidos no ha logrado cumplir con los compromisos de reducir las barreras para que las empresas indias coticen en las bolsas de valores de Estados Unidos.

En temas de energía, continúa el drama en la COP-28 y el petróleo ruso enfrenta presiones de las sanciones de la UE. Los países de la UE con importantes industrias automovilísticas luchan por responder a la avalancha de vehículos eléctricos chinos baratos en el mercado. El proyecto de Transmisión TransWest Express finalmente comienza, marcando un avance en los esfuerzos de la administración Biden hacia una energía limpia. La inversión en ESG enfrenta oposición, con legislaturas estatales controladas por el Partido Republicano prohibiendo estas inversiones, y la UE potencialmente exigiendo informes ESG a las empresas estadounidenses.

En materia de defensa/seguridad nacional estadounidense, los comentarios del presidente J. Biden sobre el líder supremo chino Xi Jinping han desatado controversia. Por otra parte, Rumania es considerada para entrenar a pilotos ucranianos para volar F-16 y el panel de la Cámara aprueba enmiendas para fortalecer la ciberseguridad contra China.

Impacto político de los disturbios en Francia

El asesinato de un joven de origen argelino ha desencadenado violencia generalizada en Francia y expuesto profundas divisiones en la sociedad de ese país. El gobierno enfrenta un desafío complejo para restaurar el orden y abordar los problemas subyacentes para evitar una mayor escalada y polarización. El impacto político duradero de los disturbios dependerá de cuánto tiempo persistan. Aquellos que abogan por una aplicación más estricta del control policial podrían ganar apoyo popular, ya que una encuesta de IFOP mostró que la mayoría confía y simpatiza con la policía. La situación también ha aumentado las preocupaciones sobre la seguridad pública, el turismo y eventos próximos como la Copa Mundial de Rugby y los Juegos Olímpicos de París. Sin embargo, no se pueden establecer paralelismos con los disturbios de 2005, ya que los eventos de entonces fueron mucho más intensos y han causado más daño. El panorama político ha cambiado desde entonces, con un mayor apoyo tanto para la extrema derecha como para la extrema izquierda, lo que hace más probables respuestas inflamatorias a la policía y los disturbios.

En síntesis, la nueva estrategia de seguridad económica de la UE refleja la creciente preocupación por la seguridad económica en un mundo cambiante. Las medidas propuestas buscan equilibrar las relaciones con Estados Unidos y China mientras se protegen los intereses comerciales de la UE. Sin embargo, su implementación enfrentará desafíos, y el futuro político de la UE dependerá de cómo se gestionen las tensiones internacionales y las situaciones nacionales, como los disturbios en Francia. El escenario global actual está lleno de complejidades y desafíos en diversos sectores, y será crucial encontrar soluciones colaborativas y

equilibradas para abordar estos problemas y avanzar hacia un futuro más seguro y próspero.

Deuda global

En el primer trimestre de 2023, la deuda global aumentó en 8,3 billones de dólares ubicándose en los 305 billones de dólares, lo que supone un 332% del PIB mundial (8 décimas menor que al cierre de 2022). Este aumento, en términos absolutos, fue liderado por los mercados desarrollados, que aumentaron su deuda en 5,1 billones de dólares, mientras que los mercados emergentes lo hicieron en 3,2 billones de dólares, alcanzando un nuevo récord. A medida que las subidas de tipos de interés llevadas a cabo por los principales bancos centrales se consolidan, y a pesar de la desaceleración del crecimiento global, los niveles de deuda mundiales continúan estancados cerca de sus máximos históricos y en torno a 50 puntos porcentuales por encima de los niveles de 2008. El crecimiento del apalancamiento, en el caso de los mercados desarrollados, se ha concentrado principalmente en los gobiernos y, en menor medida, en el sector financiero (a la inversa de lo ocurrido en el caso de los mercados emergentes) y, en una proporción menor, en el sector de los hogares. Esta dinámica continúa pesando sobre la carga de la deuda (con la renovación de los intereses presionando al alza), lastrando la productividad (principalmente en las economías con las mayores ratios de endeudamiento) y poniendo en riesgo la sostenibilidad de la misma (riesgo de crisis de deuda) ante un punto de inflexión de la política monetaria que no termina de alcanzarse, menor liquidez y crecimiento con tendencia a moderarse.

Política económica

De la mano de los datos de inflación, la política monetaria de los principales bancos centrales ha favorecido el alargamiento del ciclo de endurecimiento, por un lado, con la señalización de un tipo de interés terminal superior al previsto hace tan solo uno meses y, por otro,

reiterando que permanecerán en niveles elevados hasta lograr los objetivos de estabilidad financiera, junto con el factor adicional de la reducción de balance en curso. A este aspecto, se suma la disipación de los temores en torno a las turbulencias financieras relacionadas al sectorial bancario y los efectos potenciales de un endurecimiento adicional de las condiciones financieras que podrían revertir los avances alcanzados hasta la fecha. En el lado opuesto, y a pesar del mejor comportamiento de la economía global, las señales de desaceleración siguen siendo claras, con algunos aterrizajes suaves ya en marcha (recesión leve en Eurozona confirmada), y otros con la pista parpadeando en el horizonte (en Estados Unidos se mantiene el pronóstico de contracción leve hacia finales de año o inicios de 2024).

Esta disyuntiva entre crecimiento e inflación, en parte prolongada por los rezagos en la transmisión de la política monetaria, unos mercados laborales más fuertes de lo anticipado en términos de empleo (aunque mermados desde el punto de vista del poder adquisitivo) y el papel amortiguador de la política fiscal, han permitido desarrollar una extensión de la actividad, a costa de mayor resiliencia de la inflación. Sin embargo, la tendencia a seguir presionando las palancas monetarias como depresores de actividad sin valorar los efectos retardados acumulados (más allá de una pausa a favor del foco bancario regional de Estados Unidos), amplía la brecha de expectativas que muestran la pendiente de tipos profundamente invertida, al tiempo que posiciona el balance de riesgos a la baja, impulsado por las posibilidades de incurrir en una sobrerreacción monetaria. A medida que la Reserva Federal y los bancos centrales del G-10 se adentran en el terreno restrictivo de la política monetaria en su intento por contener la inflación, se enfrentan a la disyuntiva cada vez más palpable sobre cuánto erosionar la demanda y, con ello, el crecimiento global, y qué niveles de inflación son compatibles con unas expectativas a medio y largo plazo. En este sentido, y si bien las tasas de inflación comienzan a dejar atrás sus puntos máximos, las fragilidades en los activos de riesgo y las señales de alerta de un potencial accidente financiero continúan acumulándose, de la mano de un

retorno a la normalidad que continúa desequilibrado por una menor capacidad productiva todavía no recuperada y por depresores de la demanda aún por manifestar su impacto.

Crisis soberano-financiera en China

Los primeros indicadores sobre el impulso de la reapertura china han venido mostrando una debilidad mayor de lo inicialmente previsto, sugiriendo que la recuperación podría ser menos intensa y más desigual. Los principales catalizadores continúan siendo el consumo y el sector servicios, apoyados en el ahorro acumulado, y la normalización de los deprimidos niveles de confianza. No obstante, esa reactivación del consumo no está manteniendo el nivel de impulso inicial, la confianza del consumidor no termina de recuperar el tono positivo esperado, y el ahorro podría mantenerse de forma más prolongada en el tiempo por encima de la tendencia anterior a la pandemia, tal como muestran los últimos datos de inflación del país. Al mismo tiempo, los indicadores del sector manufacturero muestran que la normalización no se ha producido en absoluto (contracción del PMI en mayo por segundo mes consecutivo), fruto de una demanda global en desaceleración (frenando las exportaciones chinas) y del lastre de una menor presencia en las cadenas de suministro que podría tardar tiempo en revertir. A su vez, el tono del sector inmobiliario continúa apagado en líneas generales, sin capacidad para sostener su reciente estabilización (las cifras de nuevos préstamos relacionados con la vivienda se han desplomado a su nivel más bajo desde 2013) y poniendo en duda la efectividad del plan integral puesto en marcha para revitalizarlo. En este contexto, se espera que la segunda mitad del año venga acompañada de nuevos paquetes de estímulo, tanto en términos de política económica (el PBOC rebaja los tipos del repo inverso abriendo la puerta a mayores medidas de flexibilización), como en términos de política fiscal o cuasifiscal, destinadas a reimpulsar la demanda interna y a apuntalar el mercado inmobiliario para evitar una retroalimentación a la baja en la confianza. Si bien estas medidas apoyarían la tracción perdida desde el impulso de la reapertura, en el lado

opuesto alimenta el riesgo de balance ante el ya elevado apalancamiento de la economía de ese país.

Cambio climático

Las vulnerabilidades asociadas al cambio climático continúan acumulando advertencias a medida que los costos económicos de los eventos extremos relacionados con el clima se extienden por todo el mundo de forma interconectada, con las previsiones del fenómeno de “El Niño” como ejemplo de evento climático cercano. La manifestación de esas anomalías se ha venido resintiéndose en los precios de mercados de los productos básicos, como los futuros del trigo, café, azúcar y cacao entre otros, al afectar al rendimiento de los cultivos, los precios de la energía o la disponibilidad de agua, en un contexto en el que la volatilidad en torno a las cadenas de suministro y su traslación a los precios puede generar un shock adicional a la normalización de la inflación.

Inflación

Los datos de inflación han continuado demostrando una dinámica a la baja, con la positiva moderación de las materias primas, principalmente las energéticas, cadenas de suministro prácticamente funcionando en régimen de normalidad y la moderación de la demanda de bienes duraderos e intensivos en manufactura. Por el contrario, el repunte de la inflación de servicios sigue sin mostrar una tendencia equivalente, y muestra una resistencia a ceder mayor a la anticipada. Esta dinámica se viene reflejando en una inflación subyacente que se muestra con una serie de vientos de cola menos favorable, favoreciendo las perspectivas de mayor duración y del posible respaldo de alzas salariales desencadenadas tanto por las fricciones del mercado laboral como por la pérdida de poder adquisitivo acumulada.

En ciertos mercados desarrollados, esta dinámica más lineal de la inflación es palpable en cuanto que el peso del sector servicios es

superior (según estructura productiva), la política fiscal se ha sostenido en tono expansivo por un tiempo más prolongado y la normalización de ciclo monetario, aunque intensa, también ha sido más tardía. En los países emergentes, sin embargo, la desaceleración de la inflación se encuentra más avanzada, de la mano de una mayor dependencia de los precios de las materias primas, una política fiscal más ajustada, el impacto anticipado de una menor demanda global y una política monetaria contra-cíclica más preventiva.

Con todo, se espera que la tendencia de los precios continúe mostrando signos de moderación, aunque a un ritmo menor del deseable, y evitando efectos de segunda ronda que provoquen un desanclaje de las expectativas de inflación. Los principales impulsores deflacionarios continuarán focalizados en las materias primas y en los distintos eslabones de las cadenas de suministro (la dinámica de China puede ser determinante en este punto), aunque con un efecto base que podría minorar. Por el contrario, los servicios podrían requerir de más tiempo y desencadenar una reacción monetaria más estricta y prolongada para acelerar el proceso de alcanzar el objetivo de estabilidad de precios. En cuanto a los factores estructurales (desglobalización y tensiones geopolíticas, inestabilidad y transición energética, desequilibrios en los mercados laborales o protagonismo de las palancas fiscales), si bien han mostrado avances hacia un balance de riesgos más equilibrado, continúan pesando como factores con el potencial de desencadenar un desplazamiento hacia un régimen de inflación sostenido.

Mercados inmobiliarios

Las perturbaciones en el sector bancario, sumadas al entorno de tipos de interés al alza y a una capacidad de recuperar poder adquisitivo a la baja, continúan debilitando el apetito por el sector inmobiliario desde el prisma tanto del inversor (con rentabilidades competitivas en los mercados tanto monetarios como de deuda), como por el lado del consumidor (cuya demanda de crédito se resiente ante el endurecimiento de las condiciones

financieras]. En consecuencia, el ajuste de valoraciones continúa siendo un riesgo en las principales economías, aunque el proceso registrado hasta la fecha constata un ritmo moderado.

Esta resiliencia continúa siendo más evidente en el segmento residencial, donde la oferta sigue encontrándose en desequilibrio con la demanda, la cual se mantiene relativamente estable a pesar de la incertidumbre económica generalizada, los temores de recesión y un entorno de financiación más limitado dado el ajuste monetario aún en marcha. En el lado opuesto, el sector inmobiliario comercial tiene el riesgo de sufrir mayores turbulencias debido, además, al lastre de pérdidas de ocupación desde la pandemia, demanda inversora con tendencia a la baja y concentración de riesgos en cierta tipología de entidades de crédito expuestas en los recientes episodios de volatilidad financiera en Estados Unidos, con cierta propensión a centrarse en la gestión de la liquidez. En suma, el ciclo de ajuste de valoraciones podría ser más abrupto y pronunciado a medida que el apetito por el riesgo disminuye, el acceso a financiación resulta más estricto y las necesidades de refinanciación elevan las insolvencias, todo ello supeditado a un entorno de tipos de interés más restrictivo y un desempeño económico por debajo de la tendencia.

Mercados energéticos

Los temores a una crisis energética global se han venido tamizando a lo largo de 2023, de la mano de unas menores presiones en las materias primas energéticas, con los precios del gas, especialmente en Europa, recuperando niveles anteriores a la invasión de Rusia y alejando los máximos vistos en la segunda mitad de 2022³. Estos avances en la contención de los precios de la energía se apoyan, principalmente, en el bajo impulso de la reapertura China (mucho menos intensa de lo inicialmente previsto), el desvanecimiento de las medidas de apoyo de los gobiernos con mayor exposición a la crisis energéticas, la aceleración en materia de transición energética y el despliegue de una mayor red de

energías alternativas que equilibren el mix energético, al tiempo que el panorama de la demanda global transita hacia un comportamiento más débil que los sectores manufactureros comienzan a reflejar (tanto en las encuestas de gestores, como en la moderación registrada en los precios de producción industrial). En contraposición, por el lado de la oferta, los países de la OPEC han venido manteniendo una política de ligeros recortes en la producción a fin de buscar una mejora de los niveles de precios⁴. Con este reequilibrio, las preocupaciones sobre los mercados energéticos disminuyen, permitiendo una reorientación de comercio energético menos abrupta y dotando de mayor margen de maniobra para encaminar la transición en curso. Sin embargo, y dado el panorama geopolítico global, la crisis energética está aún lejos de terminar, el riesgo de nuevos eventos de volatilidad en los precios permanece vigente y el déficit de inversión en energías alternativas es todavía visible.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

La contracción del crédito mantiene los signos de recesión.

La economía de los Estados Unidos ha crecido un 1,6% a/a en el primer trimestre de 2023 (0,3% t/t, 1,3% t/t anualizado) y está en proceso de desaceleración. A pesar de ello, el consumo está más fuerte de lo que se esperaba hace unos meses (0,9% t/t) y la explicación reside en el recurso por parte de las familias a ahorros acumulados y al crédito al consumo. La inversión, por su parte, está en fuerte contracción interanual -2,1% a/a (-11,5 t/t anualizado) como resultado de la subida de los costes de financiación y el endurecimiento de las condiciones de crédito. Las exportaciones crecen 8,6% a/a, y las importaciones decrecen -1,8% a/a. Aunque las nuevas peticiones de subsidio de desempleo (*initial claims*) repuntaron en junio, hasta 264.000, las peticiones continuadas (*continuing*

claims) todavía están por debajo del pico de febrero. De hecho, la Reserva Federal se apoya en el argumento de un mercado laboral ajustado para justificar que hay espacio para seguir subiendo tipos de interés.

El índice de indicadores adelantados de la *Conference Board* se ha estabilizado en los últimos meses (-7,9 en mayo), se moderan las caídas

en los nuevos permisos de construcción y sigue reduciéndose la producción en el sector manufacturero (-1,2%). El indicador de confianza del consumidor mejora hasta 63,9, y el de expectativas también, hasta 68,0. En el mercado inmobiliario, los permisos de construcción han encontrado suelo, después de que, en 2022, bajaran en un tercio. Los tipos de interés hipotecarios han subido del 3% de 2021 a más del 6% (6,1% a final de junio los variables y 6,6% los fijos a 30 años). De esta forma, el inmobiliario comercial también es un sector que sufrirá con los mayores costes de refinanciación y menor demanda de espacios, lo que tiene importantes ramificaciones para los bancos comerciales medianos. En cuanto a las encuestas de actividad futura, los PMIs (la encuesta de gestores de compras), empeoran ligeramente en la más reciente medición, con el compuesto en 53,0, el manufacturero en 46,3 y el de servicios en 54,1 puntos; solo el manufacturero en zona de contracción.

En resumen, a pesar de que hasta ahora el año 2023 se está comportando mejor de lo anticipado, es previsible que el endurecimiento financiero y sus implicaciones para la disponibilidad de crédito vayan a afectar los niveles de actividad en el segundo semestre del año con contracciones intertrimestrales, lo que llevaría a la recesión esperada en el cuarto

Estados Unidos

- **Hasta ahora, la economía estadounidense ha mostrado un mejor desempeño del esperado.**
- **Sin embargo, las expectativas se deterioran de cara a los próximos trimestres.**
- **El endurecimiento de las condiciones financieras enfriará la economía para controlar la inflación.**

trimestre. Esta recesión podrá o no venir acompañada de más eventos en el sector bancario estadounidense, en el inmobiliario comercial, o en restricciones de crédito más abruptas, aspectos que la Reserva Federal promete vigilar de cerca. De esta forma, en el escenario base considerado para efectos de este informe, se prevé un 1,3% de crecimiento del PIB en 2023 y un 0,5% en 2024 (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

Por lo que se refiere a la inflación, el IPC se situó en un 4,0% en mayo (4,9% de abril), con la subyacente bajando dos décimas hasta 5,3%, y con un ritmo de disminución lento que da razones a la Reserva Federal para mantener su postura monetaria estricta. Por componentes: alimentos en el hogar suben un 6,7%; en los restaurantes un 8,3%; los combustibles de automoción bajan un 20%, y la electricidad sube un 5.9%.

En su reunión de junio, la Reserva Federal no ha subido los tipos de interés, dejándolos en 5,25% (banda alta), considerando que los progresos de moderación de la inflación son lentos, especialmente la subyacente. Por ello, auguran más subidas de tipos, pero sin comprometerse a fechas, ya que quieren primero observar el efecto de las anteriores subidas. Las condiciones de crédito más exigentes para hogares y empresas posiblemente van a pesar en la actividad económica, en el empleo y en la inflación. Cabe señalar que existe un efecto de rezago entre la política monetaria y su efecto en la disponibilidad y coste del crédito (transmisión de la política monetaria). Por ello, la Reserva Federal quiere evitar endurecer demasiado las condiciones, ya que esto podría tener implicaciones importantes para la estabilidad del sistema financiero.

En cuanto a los riesgos a corto plazo para la economía estadounidense, el principal es el potencial error de política monetaria. Es difícil calibrar en qué medida el endurecimiento monetario se traduce en contracción del crédito a la economía, y en qué medida puede desembocar en un riesgo para el sistema financiero. A nivel empresas, muchos negocios hechos a lo largo de los últimos 20 años (incluyendo el sector inmobiliario comercial

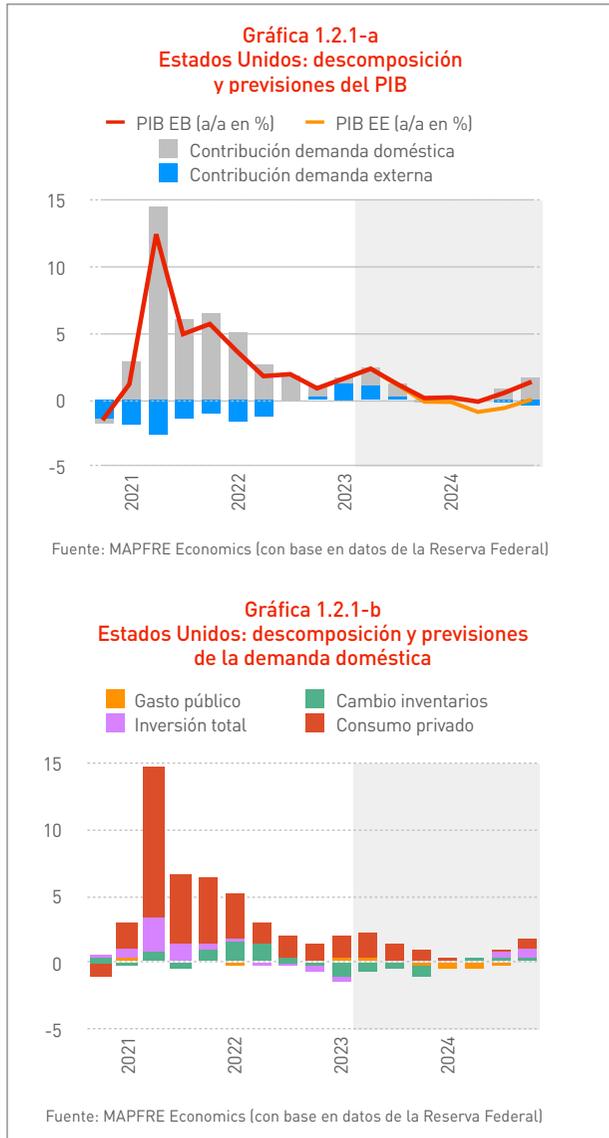


Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	2,9	2,3	-2,8	5,9	2,1	1,3	0,5	1,2	-0,4
Contribución de la demanda doméstica	3,3	2,4	-2,7	7,3	2,5	0,7	0,6	0,6	-0,7
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,1	-0,2	-1,7	-0,6	0,6	-0,1	0,6	0,3
Contribución del consumo privado	2,0	1,4	-2,1	5,7	1,9	1,3	0,3	1,3	-0,3
Contribución de la inversión total	1,0	0,6	-0,3	1,2	-0,1	-0,1	0,3	-0,1	-0,2
Contribución del gasto público	0,2	0,5	0,3	0,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,3
Consumo privado (% a/a)	2,9	2,0	-3,0	8,3	2,7	1,9	0,4	1,8	-0,5
Gasto público (% a/a)	1,2	3,4	2,2	1,3	-0,2	1,5	-1,9	1,5	-1,9
Inversión total (% a/a)	4,7	2,6	-1,2	5,7	-0,5	-0,3	1,3	-0,4	-1,2
Exportaciones (% a/a)	2,8	0,5	-13,2	6,1	7,1	1,2	3,1	1,1	2,3
Importaciones (% a/a)	4,2	1,1	-9,0	14,1	8,1	-2,5	2,9	-2,6	1,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,8	3,6	6,8	4,2	3,6	4,6	5,2	4,6	5,5
Inflación (% a/a, media)	2,4	1,8	1,3	4,7	8,0	4,1	2,9	4,5	3,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,2	2,0	1,2	6,8	7,1	3,5	2,4	3,7	2,5
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-6,6	-14,8	-12,0	-4,5	-6,7	-6,3	-6,8	-6,7
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,1	-2,9	-3,6	-3,7	-3,0	-3,0	-3,0	-2,9
Tipo de interés oficial (final período)	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,25	5,75	4,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	2,81	1,91	0,24	0,21	4,77	5,53	4,19	5,29	3,25
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,69	1,92	0,93	1,52	3,88	3,28	2,81	2,83	2,41
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)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,12	1,18	1,08	1,10
Crédito privado (% a/a, media)	4,7	5,0	6,3	14,8	2,1	-3,5	2,0	-3,6	0,9
Crédito familias (% a/a, media)	3,5	3,0	3,4	6,5	6,9	4,1	5,4	3,9	3,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,1	6,6	8,8	3,2	9,4	6,0	2,4	6,0	2,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,9	2,4	6,8	4,3	10,0	4,4	1,0	4,4	1,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,6	8,8	16,8	11,9	3,5	4,4	6,2	4,5	7,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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

en alquiler) dependían de los tipos de interés bajos para ser rentables. Con tipos de interés más altos hay contratos que dejan de ser rentables y, por eso, se están observando ventas de inmuebles comerciales con grandes descuentos. El aumento del coste de crédito va a afectar a los alquileres, a las hipotecas, a la inversión empresarial, a los *rentings* de automóviles, y al fondo de maniobra de empresas y comercios, solo por enumerar algunos. En cuanto a la inflación, también provocará bajada de consumo, aunque por ahora los consumidores estén tirando de ahorros y de crédito al consumo para absorber el impacto.

1.2.2 Eurozona

Se profundiza la restricción monetaria para controlar la inflación.

La Eurozona ha decrecido un -0,1% t/t por dos trimestres consecutivos (+1,0% a/a) y, aunque es marginal, la sitúa oficialmente en recesión. Esta situación ha sido provocada principalmente por Alemania que está sufriendo por la alta inflación y se ha contraído también dos trimestres consecutivos. La demanda doméstica en la Eurozona se ha contraído un -0,8% t/t, mientras que la inversión crece de manera débil (0,6% t/t) y las exportaciones decrecen marginalmente (-0,1% t/t).

Eurozona

- **Llevada por el desempeño de la economía alemana, la Eurozona ha entrado oficialmente en recesión.**
- **Los indicadores adelantados de la Eurozona apuntan a un enfriamiento en los próximos trimestres, especialmente en la industria.**
- **El BCE reconoce que la inflación sigue alta y la política monetaria restrictiva deberá persistir.**

La encuesta de gestores de compras (PMIs) de junio refleja un empeoramiento, especialmente en el sector manufacturero que baja a 43,6

puntos, mientras que el compuesto se sitúa en 50,3 y el de servicios en 52,4. La producción industrial se está reduciendo en varios sectores, especialmente en el sector energía y bienes de consumo duradero. De esta forma, la encuesta a la industria espera contracción en los pedidos totales (-9,4%) y en pedidos de exportación (-12,3%). El índice de indicadores adelantados lleva meses empeorando, especialmente en lo relativo a la curva de tipos (invertida) y la caída en los permisos de construcción. La confianza del consumidor sigue en negativo (-16,1), mientras que las ventas de automóviles son uno de los pocos puntos positivos (con un crecimiento del 20%), ya que se está todavía satisfaciendo la demanda embalsada por la crisis de los cuellos de botella en las cadenas de producción y la crisis de semiconductores, que habían retrasado las entregas.

Aunque Alemania, ha entrado en recesión, en el agregado de la Eurozona todavía hay varios países con un crecimiento aceptable, con el turismo y servicios en expansión. En efecto, los países del sur se estarán beneficiando de las ayudas del plan de recuperación y crecimiento y del plan de impulso a las energías renovables (NextGenEU). Por ello, la previsión de crecimiento del PIB se ha situado en el 0,6% para 2023 y en el 1,0% para 2024 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

Por su parte, la inflación agregada de la Eurozona se ha situado en 5,5% a/a en junio, bajando desde los 6,1% de mayo. La inflación subyacente, en contrapartida, repuntó una décima hasta 5,4% a/a. Los precios de los alimentos siguen siendo la rúbrica más preocupante, con una subida cercana al 14% (mayo), mientras que el precio de los vuelos sigue siendo lo que más sube (18%), en tanto que los precios de los automóviles suben un 6,7% con tendencia a moderarse.

El Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de junio, subió los tipos de interés en 25 puntos básicos (pbs), dejando los tipos principales de financiación en 4,00% y los de depósito en 3,50%. El Consejo reconoce que la inflación se mantiene demasiado alta, considerando necesario seguir

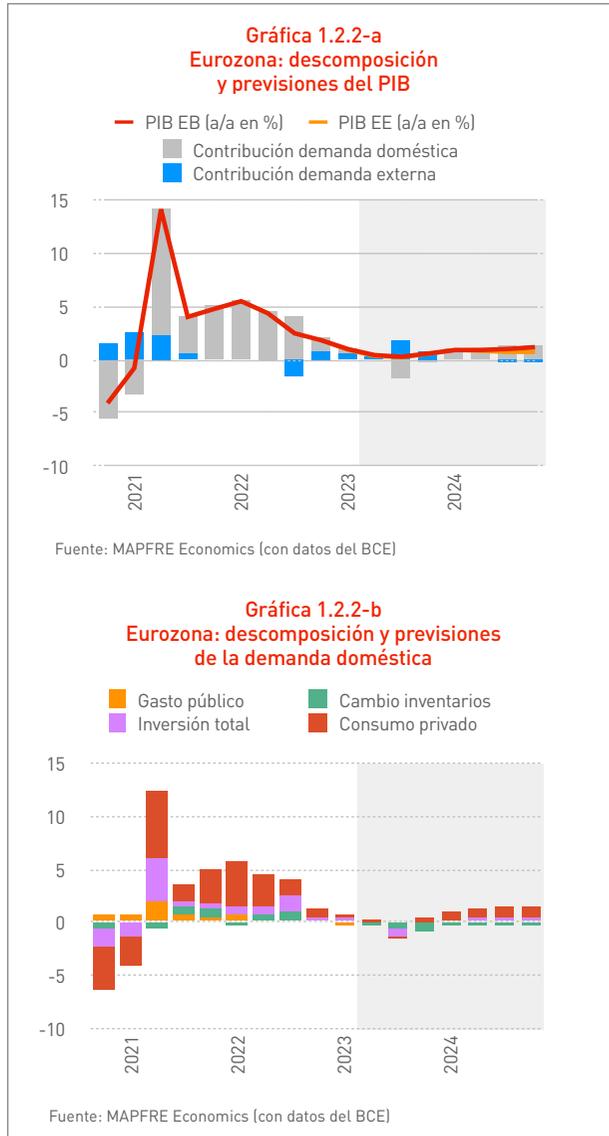


Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	1,8	1,6	-6,2	5,3	3,5	0,6	1,0	0,5	0,8
Contribución de la demanda doméstica	1,7	2,4	-5,7	4,0	3,8	-0,4	1,1	-0,4	0,8
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,8	-0,6	1,3	-0,2	0,8	-0,1	0,9	0,0
Contribución del consumo privado	0,8	0,7	-4,2	2,0	2,3	0,2	0,9	0,2	0,7
Contribución de la inversión total	0,6	1,4	-1,4	0,9	0,8	-0,1	0,2	-0,1	0,1
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,2	0,9	0,3	-0,1	0,2	-0,1	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,4	-7,8	3,7	4,5	0,3	1,7	0,3	1,4
Gasto público (% a/a)	1,0	1,7	1,0	4,3	1,4	-0,4	0,9	-0,4	0,9
Inversión total (% a/a)	3,2	6,7	-6,5	4,0	3,8	-0,3	1,0	-0,3	0,4
Exportaciones (% a/a)	3,6	2,9	-9,3	10,6	7,4	1,2	2,0	1,3	1,9
Importaciones (% a/a)	3,8	4,9	-8,8	8,3	8,4	-0,4	2,5	-0,4	2,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,9	7,5	8,3	7,1	6,7	6,7	6,9	6,7	7,0
Inflación (% a/a, media)	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	5,0	1,0	5,2	1,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,9	1,0	-0,3	4,6	10,0	2,0	0,7	2,4	0,7
Balance fiscal (% PIB)	-0,4	-0,6	-7,1	-5,3	-3,6	-3,3	-2,8	-3,3	-2,8
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,0	-5,5	-3,9	-1,9	-1,5	-0,9	-1,5	-0,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,9	2,3	1,6	2,3	-1,1	2,2	2,0	2,2	2,2
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	4,75	3,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,73	1,61	3,67	1,62
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,17	0,32	-0,19	0,32	3,39	2,69	2,46	2,59	2,33
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,12	1,18	1,08	1,10
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)	2,4	3,4	3,0	3,9	4,1	1,9	4,4	1,8	3,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,3	2,0	2,9	3,1	5,8	1,8	1,6	1,8	1,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,4	2,5	-0,9	-0,1	7,2	-0,2	1,4	-0,2	1,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	12,5	13,2	19,8	17,9	14,0	13,3	13,3	13,3	13,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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

subiendo los tipos para conseguir reconducir la inflación al objetivo del 2%. Los indicadores de presiones inflacionistas subyacentes siguen elevados. El BCE considera que las condiciones de financiación ya están afectando gradualmente a la economía, los costes han aumentado de forma acusada y el crecimiento de los préstamos se está desacelerando. Las decisiones futuras del BCE en materia de tipos de interés se harán de acuerdo con las perspectivas de inflación, la inflación subyacente, los nuevos datos económicos y la intensidad de transmisión de la política monetaria (esta última ya está siendo intensa según los datos más recientes).

La intención del BCE es mantener los tipos de interés más altos durante más tiempo. Habrá que confirmar si esta postura se podrá cumplir sin demasiados estragos en la economía (desempleo, recesión, destrucción de empresas) o en el sistema financiero (morosidad, efecto de la curva invertida). En cuanto a los programas de compras de activos (APP y PEPP), el BCE pondrá fin a las reinversiones del APP a partir de julio, mientras que en el marco del PEPP lo seguirá haciendo hasta, al menos, el final de 2024. En cuanto a las medidas para las entidades de crédito, las evaluará periódicamente. Asimismo, el Instrumento para la Protección de la Transmisión está disponible para contrarrestar dinámicas de mercado injustificadas y desordenadas. Todas estas medidas constituyen una importante reducción de liquidez al sistema, lo que seguramente conseguirá moderar la inflación, pero el coste en términos de contracción económica, con todas sus ramificaciones, es lo que se va a poner a prueba. Calibrar de forma fina la contracción del crédito para controlar la inflación es imprescindible para evitar un error de política monetaria.

Los riesgos de corto plazo para la economía real y el sector financiero en la Eurozona van en aumento. A medida que las condiciones financieras se van endureciendo, la renta disponible de los hogares y la capacidad de endeudamiento de las empresas se va reduciendo. Los hogares, concretamente, se ven afectados vía mayores prestaciones hipotecarias mensuales, lo que reduce su capacidad de gasto en otros bienes y

servicios. Para las empresas, por su parte, esto se traduce en mayores gastos de intereses y en refinanciaciones más caras. Esta situación tiene importantes ramificaciones para la inversión en los sectores productivos, entre los cuales se hallan los sectores de construcción e inmobiliario. Por ejemplo, en Alemania, la construcción ya enfrenta una desaceleración del orden del -20% (pedidos de construcción), mientras que en el caso de la construcción residencial esta ha caído en un -32% en 2022. A nivel riesgo financiero, hay una aparente calma, porque los bancos siguen en gran medida sin “guerra de depósitos” y el BCE mantiene todavía una suave velocidad para deshacer las “medidas de liquidez pandémicas”. El BCE ha querido tranquilizar a los mercados dejando claro que siempre proveerá la liquidez que sea necesaria.

A nivel de otros riesgos no financieros, persiste la incertidumbre sobre los precios energéticos a futuro, especialmente sobre los combustibles fósiles, ya que el empuje hacia las energías renovables está generando infrainversión en ese sector. La reducción de la energía nuclear en Europa, a excepción de Francia, va a poner a prueba la capacidad de que las renovables sustituyan las energías fósiles. Existe el riesgo de deslocalización de industrias intensivas en energía hacia fuera de Europa. La destrucción de los gaseoductos Nordstream 1 y 2, en septiembre del año pasado, va a condicionar los costes energéticos en Europa por muchos años.

1.2.3 España

Un 2023 mejor desempeño económico y un 2024 impactado por la contracción de crédito.

En el primer trimestre de 2023, la economía española se ha comportado mejor de lo que se esperaba hace unos meses, al crecer un 3,8% a/a (0,5%t/t). Las exportaciones están sorprendiendo positivamente, y la componente de turismo está muy fuerte, pudiendo este año superar los niveles

de 2019. La partida del consumo privado está menos fuerte, debido a la pérdida de poder adquisitivo por el efecto de la inflación, excepto en lo relativo a la venta de automóviles que se está recuperando de los problemas de falta de *stock* para entrega. El consumo público evoluciona en función del gasto fiscal previsto y de los diferentes fondos de la Unión Europea. La inversión, por su parte, se está desacelerando, especialmente el mercado inmobiliario y la construcción, dado el endurecimiento de las condiciones financieras.

España

- **En lo que va de 2023, la economía española ha tenido un mejor desempeño del anticipado.**
- **La inflación se sitúa por debajo del 2% por el efecto de base y las ayudas a los combustibles.**
- **La contracción del crédito y la subida del Euribor van a impactar gradualmente el dinamismo de la economía.**

Los índices de gestores de compras (PMIs) de junio se han situado en positivo, excepto el manufacturero que se sitúa en 48,0 puntos, mientras que el de servicios está en 53,4. El índice de indicadores adelantados se estabiliza mientras que el indicador de confianza del consumidor sigue negativo (-21,2). Las ventas al por menor crecen a nivel interanual (6,5% a/a), aunque en abril se han contraído (-0,6% m/m). El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (100,5) está por debajo de los niveles de 2019, y la encuesta al sector minorista es positiva, pero en desaceleración, todavía con expectativa de precios al alza. Asimismo, las ventas de automóviles están en recuperación (8,3% a/a).

De cara al resto del año, y con indicios en el sentido de que la economía tuvo un buen desempeño en el segundo trimestre, se prevé un crecimiento más fuerte que el anticipado hace unos meses. Las perspectivas han mejorado gracias a la moderación de los costes energéticos, un sector turístico que va a recuperar y superar el 2019, y la normalización de los

cuellos de botella que afectaron al año anterior, especialmente en el sector del automóvil. Así, la previsión de crecimiento del PIB español se ha situado en el 2,2% en 2023, con fortaleza en las exportaciones, un razonable comportamiento del consumo privado dada la alta inflación, el endurecimiento financiero y un consumo público beneficiándose de la entrada de fondos europeos, y de la todavía fiscalidad expansiva. Para 2024, sin embargo, la previsión de crecimiento económico se coloca en el 1,9% (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

La inflación, por su parte, alcanzó el 1,9% en junio (dato preliminar), un dato positivo (3,2% en mayo), pero que resulta de precios de la energía a la baja (-10,5%), mientras que los alimentos (12,0%), bienes para el hogar (5,8%) y otras partidas siguen subiendo. La inflación subyacente sigue incómodamente alta (6,1%), aunque se ha moderado. Los precios al productor bajan al -4,5%, lo que es buen presagio para la inflación en los próximos meses. Las empresas han aguantado 2022 con moderación salarial, mientras que en 2023 ya se están viendo renegociaciones para recuperar poder de compra de los trabajadores. Así, la inflación en 2023 será más moderada de lo que se esperaba, pero para 2024 se espera que sea más resiliente; por un lado, a raíz de un posible repunte de los precios energéticos (como resultado, en parte, de la estrategia de la OPEP) y, por otro, por el fin de las ayudas temporales activadas para minimizar el impacto de la subida de precios.

Los riesgos de corto plazo para la economía española provienen del efecto rezago en el endurecimiento financiero, y lo que ello implique en términos de contracción de crédito a la economía para efectos de consumo e inversión. De hecho, ya se está viendo una retracción importante en la concesión de hipotecas (las nuevas hipotecas concedidas caen un -18% en el primer cuatrimestre y -26,7% a/a en abril), y se podrá ver también en los préstamos corporativos, ya que, en Europa en general, la financiación de las empresas todavía es muy intermediada por el sector bancario (en mucho mayor medida que en Estados Unidos). Adicionalmente, el mayor coste de financiación pública también mermará el consumo público,

Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	2,3	2,0	-11,3	5,5	5,5	2,2	1,9	2,1	0,8
Contribución de la demanda doméstica	2,9	1,6	-9,1	5,2	3,1	1,1	1,6	1,1	1,1
Contribución de la demanda externa	-0,6	0,4	-2,3	0,3	2,3	1,1	0,3	1,0	-0,3
Contribución del consumo privado	1,0	0,6	-7,0	3,4	2,5	0,5	1,2	0,5	0,9
Contribución de la inversión total	1,2	0,9	-1,9	0,2	0,9	-0,1	0,3	-0,1	0,2
Contribución del gasto público	0,4	0,4	0,7	0,6	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,7	1,1	-12,2	6,0	4,4	0,8	2,1	0,8	1,5
Gasto público (% a/a)	2,3	1,9	3,5	2,9	-0,7	1,2	1,1	1,2	1,1
Inversión total (% a/a)	6,3	4,5	-9,7	0,9	4,6	-0,8	1,8	-0,8	0,9
Exportaciones (% a/a)	1,7	2,2	-19,9	14,4	14,4	4,5	0,4	4,6	0,5
Importaciones (% a/a)	3,9	1,3	-14,9	13,9	7,9	1,7	1,9	1,7	1,5

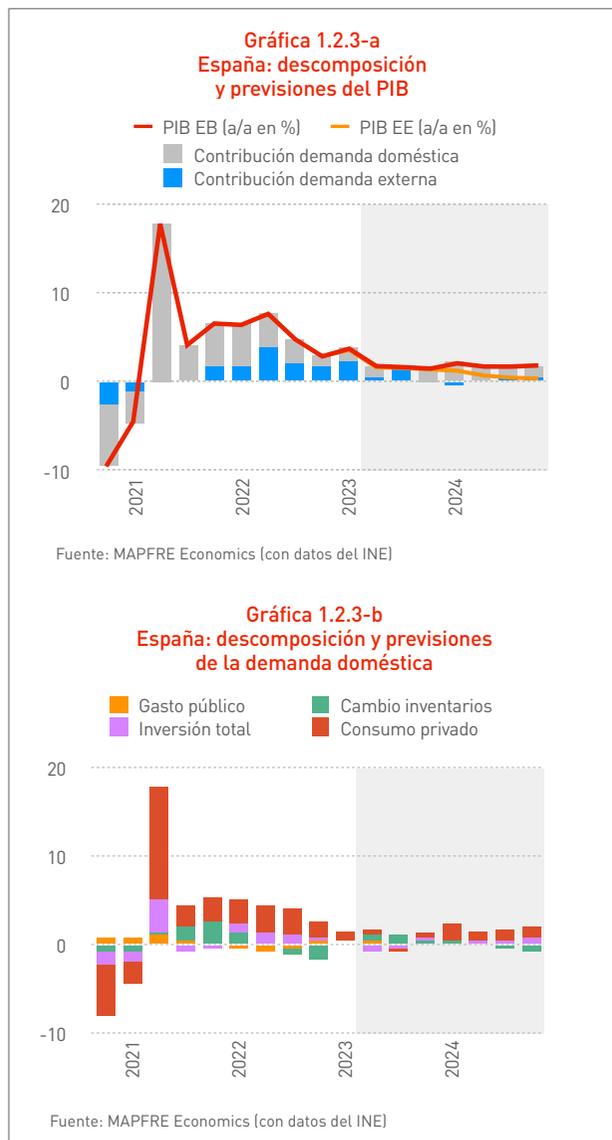
Tasa de paro (% último trimestre)	14,5	13,8	16,1	13,3	12,9	12,7	13,0	12,7	13,3
Inflación (% a/a, media)	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,4	2,5	3,9	2,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,7	0,4	-0,7	5,8	6,6	3,2	2,3	3,7	2,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-3,1	-10,1	-6,9	-4,8	-4,3	-3,1	-4,3	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,2	-0,8	-7,8	-4,7	-2,4	-1,6	-0,4	-1,6	-0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,9	2,1	0,6	0,9	0,5	2,4	1,7	2,4	2,1

Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	4,75	3,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,73	1,61	3,67	1,62
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,42	0,47	0,06	0,60	3,66	3,11	2,95	3,04	2,83
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,12	1,18	1,08	1,10
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-0,3	-0,2	-1,0	0,1	0,5	0,8	2,3	0,8	1,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	0,0	2,0	3,4	2,1	2,1	2,1	2,2	1,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,5	6,5	3,2	-0,8	-12,2	-2,7	1,9	-2,7	1,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,6	8,2	17,8	13,8	7,1	7,3	7,1	7,3	7,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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



aunque en este caso estará compensado por la entrada de los fondos de la Unión Europea. Asimismo, persiste la incertidumbre sobre los costes energéticos a medio plazo.

1.2.4 Alemania

La economía ha entrado en recesión y las encuestas de expectativas auguran nuevas contracciones.

La economía alemana entró en recesión en el primer trimestre de 2023, al haber encadenado dos trimestres consecutivos de decrecimiento, con una caída de -0,5% a/a (-0,3% t/t). Las inflaciones muy altas y los tipos de interés endureciéndose han pasado factura sobre el consumo (-1,2% t/t), las exportaciones débiles (0,4%t/t) y el gasto del gobierno (retrayéndose -4,9% t/t con el fin de las

ayudas). De esta forma, la demanda doméstica total cayó un -1%. Según los datos de los últimos meses, los pedidos de fábrica en agregado están un 10% más bajos que en 2022, en tanto que el volumen de actividad en la construcción ha caído cerca de un -20% desde los niveles de 2021, y el -28% en la construcción residencial. La financiación y la energía más caras están afectando los niveles de actividad industrial, a pesar de que los precios de la energía se hayan moderado recientemente. No obstante, la incertidumbre en cuanto a los precios energéticos a futuro influye en la planificación industrial. De igual forma, la producción automotriz ha caído casi a la mitad en los últimos 4 años, en un movimiento de deslocalización.

Alemania

- La economía alemana ha entrado en recesión.
- Los pedidos de fábrica se sitúan un 10% por debajo de los registrados en 2022.
- El sector de la construcción baja un 20% y el inmobiliario residencial un 28%.
- Una financiación y energía más caras pasan factura a la industria.

El índice Ifo de confianza empresarial (expectativas) ha caído al 83,6 (desde 88,3), con muchos sectores esperando contracciones importantes del volumen de negocio. El de expectativas empresariales también se ha reducido significativamente, hasta 83,6, desde 88. Asimismo, los índices de gestores de compras (PMIs) de junio empeoran, con el compuesto en 50,8 (desde 53,9), el de servicios en 54,1 (desde 57,2), el manufacturero en 41,0 puntos (desde 43,2). Las ventas al por menor (-5,1% en mayo) están cayendo en casi todas las rúbricas, con una tendencia sostenida a la baja, como consecuencia del enfriamiento (vía condiciones de financiación más severas) buscado por el BCE para el combate a la inflación. Solo las ventas de automóviles escapan de la contracción, posiblemente debido a la demanda embalsada por los cuellos de botella en años anteriores. De igual forma, la confianza del consumidor sigue muy negativa (-24,2 en junio).

Por otra parte, la inflación ya desciende, aunque se mantiene en niveles altos (6,1% en mayo), siendo la alimentación la que más sube (+14,5%) seguido de hoteles y restaurantes (9,3%). La inflación armonizada está en el 6,3%. De esta forma, los próximos trimestres, se espera que la recesión, que al principio era de componente mayoritariamente manufacturera, esté ya afectando al consumo (menores ventas al por menor) y que pueda ampliarse a una recesión de demanda. En virtud de lo anterior, en nuestro escenario base se prevé una contracción del PIB alemán del -0,3% en 2023, con una recuperación (1,0%) en 2024 (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Los riesgos de corto plazo para la economía alemana se centran en unos costes energéticos que, aunque han bajado, es difícil predecir cómo se van a comportar en los próximos meses. La transición energética seguramente va a influir en el *mix* de producción y, por tanto, en el coste de la electricidad. A futuro, las empresas tendrán que planificar sus costes y esto está dando origen a deslocalización de industrias, especialmente industrias con alto consumo energético. La recesión de manufactura seguramente será remplazada por una recesión de

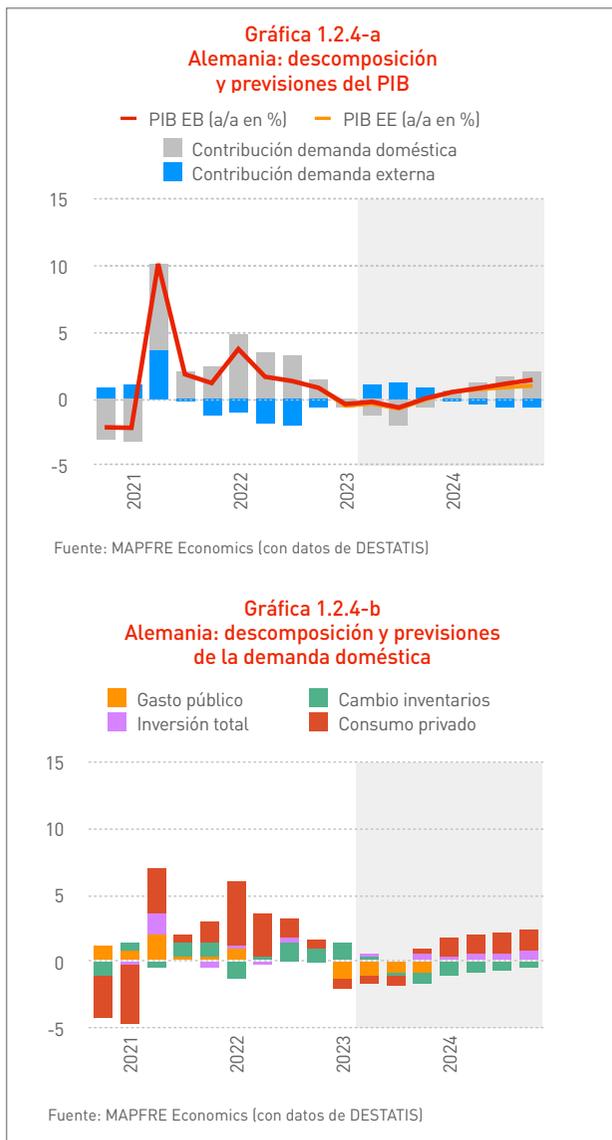
Tabla 1.2.4

Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	1,0	1,1	-4,1	2,6	1,9	-0,3	1,0	-0,4	0,8
Contribución de la demanda doméstica	1,6	1,7	-3,1	1,9	3,2	-1,1	1,4	-1,1	1,1
Contribución de la demanda externa	-0,5	-0,6	-1,0	0,7	-1,3	0,8	-0,4	0,7	-0,3
Contribución del consumo privado	0,8	0,9	-3,1	0,2	2,5	-0,5	1,6	-0,5	1,4
Contribución de la inversión total	0,7	0,4	-0,6	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,3
Contribución del gasto público	0,2	0,5	0,8	0,8	0,3	-1,0	0,2	-1,0	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,7	-5,9	0,4	4,9	-0,9	3,0	-1,0	2,7
Gasto público (% a/a)	0,8	2,6	4,0	3,8	1,2	-4,6	0,8	-4,6	0,8
Inversión total (% a/a)	3,4	2,0	-3,0	1,0	0,5	1,0	2,0	1,0	1,5
Exportaciones (% a/a)	2,4	1,3	-10,1	9,5	3,5	1,0	2,2	1,0	2,0
Importaciones (% a/a)	4,1	2,9	-9,1	8,9	7,0	-0,3	3,3	-0,4	3,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	5,0	6,1	5,3	5,5	5,5	5,4	5,5	5,5
Inflación (% a/a, media)	1,8	1,4	0,6	3,0	6,9	5,5	1,7	5,2	1,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,0	1,2	-0,1	4,7	8,6	2,1	1,9	2,0	1,3
Balance fiscal (% PIB)	1,9	1,5	-4,3	-3,7	-2,7	-2,3	-2,0	-2,3	-1,9
Balance fiscal primario (% PIB)	2,8	2,3	-3,7	-3,1	-1,9	-1,5	-1,2	-1,5	-1,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,1	8,4	7,0	7,8	4,3	6,1	5,7	6,1	5,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	4,75	3,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,73	1,61	3,67	1,62
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,25	-0,19	-0,58	-0,18	2,57	2,03	1,83	1,86	1,70
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,12	1,18	1,08	1,10
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)	2,4	4,6	4,3	5,1	5,0	4,0	7,4	3,8	6,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,1	4,7	4,5	3,7	7,7	5,2	3,5	5,2	3,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,7	10,3	9,7	8,4	9,6	-0,5	2,0	-0,5	2,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	11,2	10,7	16,5	15,3	11,4	11,3	11,3	11,3	11,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
 Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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



demanda, a medida que el endurecimiento financiero y la pérdida de poder adquisitivo de los salarios vayan haciendo su efecto. Los riesgos financieros para la banca siguen latentes por el aumento del coste de financiación y por el aumento de morosidad que habitualmente repunta en las recesiones.

1.2.5 Italia

Los indicadores anticipan cierto deterioro, en especial en la industria y las exportaciones.

El PIB de Italia creció un 1,9% a/a en el primer trimestre (0,6% t/t), más fuerte de lo que se preveía hace unos meses. El consumo privado y el público se mantienen en niveles muy sanos (0,5% t/t y 1,1% t/t, respectivamente), lo que es atribuible al empuje fiscal, tanto por el gasto fiscal como por la entrada de los fondos de recuperación de la Unión Europea, de los que Italia ha sido la principal beneficiaria. Asimismo, la inversión creció un 0,8% t/t, pero las exportaciones (-1,4% t/t) ya acusan la menor demanda del exterior.

La producción industrial ha caído de forma significativa en abril (-7,2% a/a) como resultado de una menor demanda, de los mayores costes de producción y de una financiación más alta. Este dato real es ya corroborado con la encuesta a la industria: pedidos de fábrica de mayo -11,7 (balance de encuesta) y pedidos de exportación -17,6 (balance de

Italia

- Aunque en 2023 la economía italiana ha tenido un mejor desempeño de lo esperado, los indicadores adelantados apuntan a una desaceleración.
- Los PMIs manufacturero y de construcción se sitúan en zona de contracción.
- La inflación baja lentamente, con la subyacente todavía muy alta.

encuesta). Las ventas al por menor, que a nivel de encuestas apunta a una mejoría, presentan datos reales de los últimos meses que han sido de contracción (-3,0% en abril). Por su parte, la confianza del consumidor (105 puntos) parece haber tocado techo y empieza a dibujar un giro a la baja, y las ventas de automóviles siguen recuperando desde la crisis de los chips de 2021. Los índices de gestores de compras de junio (PMIs) están en terreno de contracción, con excepción del de servicios (52,2 puntos): el manufacturero en 43,8, el de construcción en 48,6 y el compuesto en 49,7.

Para los próximos trimestres, se espera una desaceleración en todas las aportaciones al PIB, excepto en el consumo público, apoyado por los fondos de la Unión Europea. El consumo, la inversión y las exportaciones, sufrirán por los precios más altos y las condiciones financieras más restrictivas. En este contexto, y por el efecto rezago del endurecimiento financiero, la previsión de crecimiento económico para 2023 se sitúa en el 1,2%, en tanto que la de 2024 lo hace en 0,7% (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

La inflación, por su parte, ya está bajando, aunque lentamente: 6,4% en junio, con la armonizada en 6,7%, la subyacente de bienes en 7,6%, y la de servicios en 4,3%, mientras que los precios al productor bajan -6,8% a/a. La alimentación todavía sube un 11,2%, la vivienda y energía para el hogar un 10,1%, mientras que el transporte baja un -0,2%, combustibles un -11,3%, aunque los vuelos siguen apreciándose un 11,4% respecto al año pasado.

A nivel de riesgos, en el sector bancario hay una aparente calma, pero el endurecimiento financiero acabará reflejándose en la morosidad. El rendimiento de los bonos gubernamentales se sitúa ahora por encima del 4,0%, lo que encarecerá los gastos por intereses en el presupuesto. Asimismo, la desaceleración de las exportaciones y la recesión en la Eurozona ya se está notando en la producción industrial y los pedidos de fábrica. Por ahora, con la entrada de fondos de la Unión Europea y el gasto fiscal todavía laxo, la economía mantiene cierto dinamismo. Está por verse

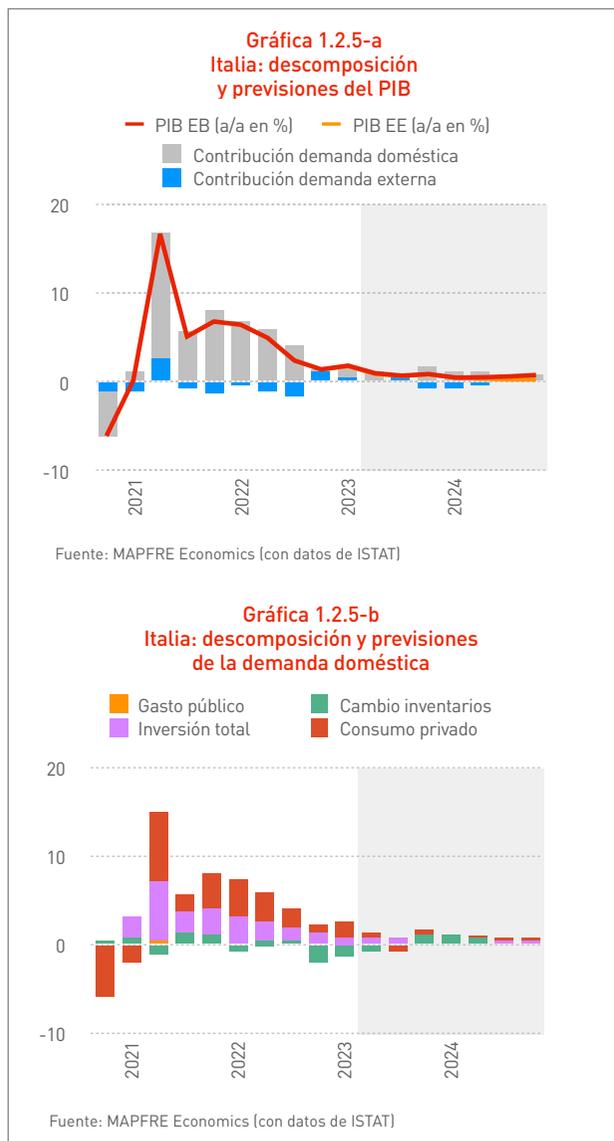


Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	0,8	0,5	-9,0	7,0	3,8	1,2	0,7	1,1	0,4
Contribución de la demanda doméstica	1,1	-0,3	-8,2	7,0	4,3	0,9	0,9	0,8	0,5
Contribución de la demanda externa	-0,3	0,7	-0,9	0,0	-0,5	0,3	-0,3	0,3	-0,1
Contribución del consumo privado	0,6	0,1	-6,3	2,8	2,7	0,6	0,2	0,5	0,0
Contribución de la inversión total	0,5	0,2	-1,5	3,4	2,0	0,4	0,2	0,4	0,0
Contribución del gasto público	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,2	-0,1
Consumo privado (% a/a)	1,0	0,2	-10,4	4,7	4,6	0,9	0,4	0,9	-0,1
Gasto público (% a/a)	0,1	-0,6	0,0	1,5	0,0	1,0	-0,5	1,0	-0,5
Inversión total (% a/a)	2,8	1,2	-8,0	18,6	9,7	2,0	0,8	2,0	0,1
Exportaciones (% a/a)	1,6	1,8	-14,3	14,1	10,2	1,5	2,8	1,6	2,9
Importaciones (% a/a)	2,8	-0,5	-12,7	15,3	12,5	0,6	3,7	0,6	3,2
Tasa de paro (% último trimestre)	10,5	9,7	9,8	9,0	7,8	8,1	8,5	8,1	8,6
Inflación (% a/a, media)	1,1	0,6	-0,1	1,9	8,2	5,8	1,9	5,9	2,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	0,3	-0,2	3,5	11,7	1,0	1,8	1,2	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-1,5	-9,7	-9,0	-8,0	-4,9	-3,4	-4,9	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,9	-6,2	-5,4	-3,6	-0,3	1,3	-0,2	1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,6	3,4	3,8	3,1	-1,2	2,4	1,4	2,4	1,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	4,75	3,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,73	1,61	3,67	1,62
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,77	1,43	0,52	1,19	4,72	3,89	3,77	3,82	3,62
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,12	1,18	1,08	1,10
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	2,2	1,2	3,0	3,4	1,9	3,1	1,9	2,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,5	-0,7	3,3	0,1	2,0	2,1	2,4	2,1	1,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	25,1	-5,8	-10,3	22,7	-5,0	-0,4	1,8	-0,3	1,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	9,6	9,5	17,0	14,7	9,7	8,4	9,2	8,4	9,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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

qué es lo que impulsará la actividad una vez que las medidas especiales post-pandémicas expiren, cuando la Comisión Europea vuelva a exigir acercarse al equilibrio fiscal.

1.2.6 Reino Unido

Inflación no cede y el endurecimiento financiero aumenta los riesgos.

El Reino Unido creció un 0,2% a/a (0,1% t/t) en el primer trimestre del año. El consumo está plano (0% t/t), el gasto del gobierno se modera (-2,5% t/t), la inversión aún crece (1,3% t/t), y las exportaciones e importaciones caen de manera significativa (-8,1% y -7,2% t/t, respectivamente). El mal arranque del 2023 para la economía británica se confirma. La alta inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras, tanto internas como externas, solo pueden apuntar a una continuada desaceleración. Se prevé que el consumo, el gasto del gobierno y la inversión se balanceen entre ligeramente positivo y ligeramente negativo. Los índices de gestores de compras (PMIs) de junio han empeorado, con las manufacturas en zona de contracción. El compuesto se situó en 52,8, el de servicios en 53,7, el manufacturero en 46,2, y el de construcción en 48,9 puntos. La confianza del consumidor (GFK) se está recuperando, aunque continúa en negativo (-24 en junio). Asimismo, las ventas al por menor (-2,1%) están en contracción desde abril del año pasado. De esta forma, se espera una contracción de

Reino Unido

- **Por ahora, la economía de Reino Unido escapa de la recesión.**
- **Con una inflación aún alta, el Banco de Inglaterra seguirá subiendo tipos de interés.**
- **El aumento de tipos tendrá que calificarse para evitar riesgos para el sistema financiero.**
- **Los PMIs manufacturero y de construcción apuntan a una reducción de actividad económica.**

las importaciones superior a las exportaciones, lo que podría hacer que matemáticamente evite la recesión. Para 2023, se prevé un crecimiento del PIB en torno al 0,4% y, dadas las dificultades para controlar la inflación y la expectativa de tipos altos por más tiempo, de 0,7% para 2024 (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

La inflación, por su parte, alcanzó el 8,7% en mayo, el mismo valor que en el mes anterior, mostrando que está más arraigada de lo deseado, con la subyacente también persistente y subiendo al 7,1%. Lo anterior, junto con el mercado laboral ajustado (desempleo en mínimos), llevó al Banco de Inglaterra a implementar un endurecimiento de tipos más agresivo. Los precios de la alimentación siguen altos, suben un 18,3%, los suministros al hogar aumentan un 12,1%, el transporte sube menos (1,2%), pero los vuelos siguen aumentando (31,4%), y los hoteles y restaurantes lo hacen un 10,3%. En los precios al productor se observa una bajada mínima en mayo (-0,2% precios productos terminados), mientras que los insumos (*input prices*) siguen subiendo en agregado (0,5%,) a pesar de la fuerte bajada en los productos petrolíferos.

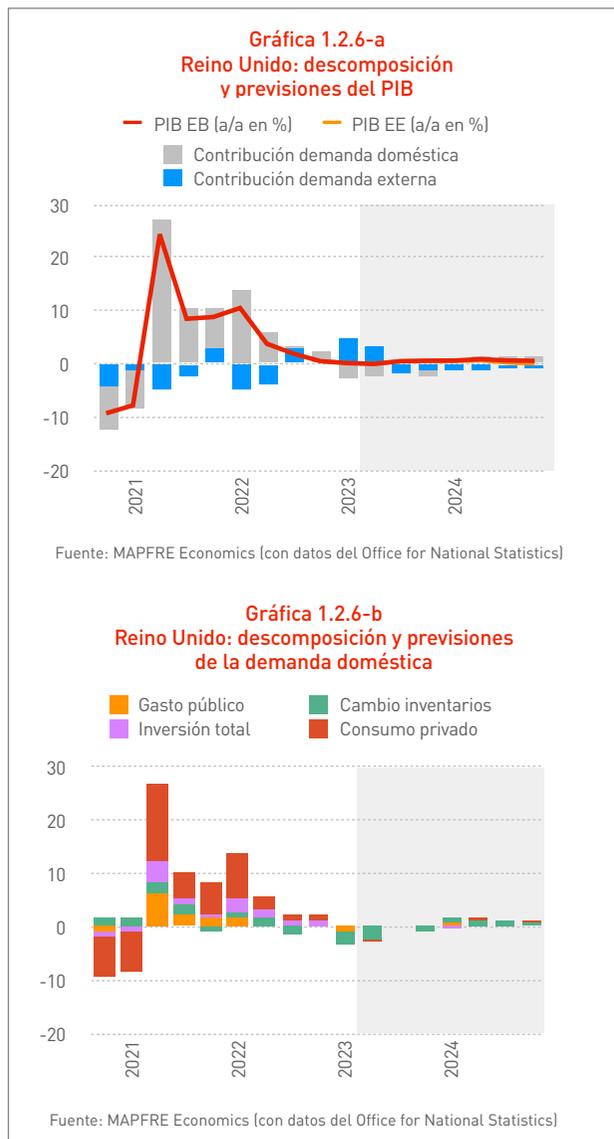
El Banco de Inglaterra, en su reunión de junio, subió los tipos de interés en 50 pbs, hasta 5,00%, sorprendiendo al mercado que solo esperaba 25 pbs. La decisión no fue unánime: siete consejeros votaron a favor de la subida y dos votaron dejarlos en el 4,50%. La mayoría consideró que el último dato de inflación, un mercado laboral fuerte, salarios en revisión significativa y una demanda minorista todavía fuerte indican una persistencia de la inflación. Los dos consejeros que preferirían no haberlos subido consideran que hay que esperar a ver los efectos de las subidas anteriores, por el efecto rezago en la transmisión de la política monetaria; consideran que, al contrario de los datos ya publicados, los indicadores que miran hacia delante apuntarían a menores presiones salariales y en precios. En cuanto a indicaciones hacia delante (*forward guidance*), el Banco de Inglaterra ha preferido no comprometerse, señalando simplemente que va a vigilar de cerca los datos. El mercado ha ajustado sus expectativas al alza, haciéndolos llegar hasta el 6,0% para

Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	1,7	1,6	-11,0	7,6	4,1	0,4	0,7	0,4	0,4
Contribución de la demanda doméstica	0,8	1,8	-11,9	8,4	5,3	-1,4	1,2	-1,4	0,7
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,3	1,5	-1,2	-1,2	1,2	-0,8	1,2	-0,7
Contribución del consumo privado	1,3	0,6	-8,0	3,8	3,2	0,0	0,3	-0,1	0,0
Contribución de la inversión total	0,0	0,3	-1,9	1,1	1,5	0,0	-0,3	0,0	-0,4
Contribución del gasto público	0,1	0,8	-1,4	2,5	0,4	0,0	0,4	0,0	0,4
Consumo privado (% a/a)	2,1	1,0	-12,9	6,3	5,3	-0,1	0,5	-0,1	-0,1
Gasto público (% a/a)	0,3	4,1	-7,3	12,5	1,8	0,2	2,1	0,2	2,1
Inversión total (% a/a)	-0,2	1,9	-10,5	6,1	8,6	-0,1	-1,3	-0,1	-1,9
Exportaciones (% a/a)	3,1	1,7	-12,1	2,2	9,9	-3,1	2,1	-3,0	1,9
Importaciones (% a/a)	3,3	2,6	-16,0	6,2	13,3	-6,5	4,6	-6,6	4,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,0	3,8	5,2	4,0	3,7	4,0	4,3	4,0	4,4
Inflación (% a/a, media)	2,5	1,8	0,9	2,6	9,1	7,8	3,0	8,0	3,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,3	1,4	0,6	4,9	10,8	4,4	2,6	4,7	2,9
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,5	-13,1	-8,0	-5,2	-6,5	-6,1	-6,5	-6,0
Balance fiscal primario (% PIB)	0,5	-0,1	-11,0	-5,2	-0,4	-1,4	-1,1	-1,4	-1,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,1	-2,8	-3,2	-1,5	-3,9	-2,7	-3,2	-2,7	-3,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,75	0,00	0,25	3,50	5,75	4,75	5,75	5,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,91	0,79	0,03	0,26	3,87	5,27	5,19	5,21	4,96
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,27	0,83	0,20	0,97	3,67	4,25	3,94	4,01	3,76
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,28	1,32	1,36	1,35	1,20	1,30	1,37	1,26	1,27
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,11	1,18	1,11	1,19	1,13	1,17	1,16	1,17	1,16
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,8	2,0	2,3	3,3	3,5	2,5	1,9	2,4	1,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,1	1,2	9,4	1,2	1,5	2,9	2,9	2,9	2,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,4	2,0	12,1	-1,3	12,2	1,5	3,7	1,5	3,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,1	5,4	15,9	12,6	8,5	7,8	6,8	7,8	7,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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



diciembre y empezando a bajar a partir de marzo 2024. Nosotros esperamos algo menos de subidas, hasta 5,75% para septiembre, pero un mantenimiento de ese nivel estable en 2024 con las primeras bajadas para 2025.

El Reino Unido parece escapar de la recesión, pero con muchos de los componentes en contracción. Evitar la recesión es casi un artilugio de la matemática, gracias a una contracción significativa de las importaciones. Con una inflación con pocas indicaciones de moderarse, y con el banco central en vías de seguir endureciendo las condiciones financieras, la posibilidad de un error de política monetaria que ponga en riesgo la estabilidad financiera va en aumento. El Reino Unido ya ha enfrentado problemas en septiembre de 2022, en torno a las estrategias de gestión de pasivo en los fondos de pensiones. Después de 20 años de tipos de interés muy bajos, muchas de las inversiones no están adaptadas a resistir tipos más altos (como es el caso del sector inmobiliario). Así, los riesgos pueden materializarse en cualquier parte de los mercados financieros, la banca comercial, el inmobiliario o de nuevo en las pensiones. Los gestores estarán adaptando sus estrategias contando con tipos más altos durante más tiempo.

1.2.7 Japón

Economía débil por la desaceleración mundial y la desvalorización de la moneda.

La economía japonesa creció un 1,8% a/a (0,7%t/t) en el primer trimestre de 2023, con un consumo privado firme (2,7% a/a) y con la inversión pública y privada no residencial también sólidas. En contrapartida, la inversión residencial está en caída. Las exportaciones se enfriaron en el primer trimestre del año, hasta +1% a/a (-15,9% t/t). Por otro lado, la fabricación de automóviles está repuntando (14,0%), mostrando que se han superado los problemas de las cadenas de suministro. Los términos de intercambio

mejoran gracias a la bajada de costes energéticos, y la balanza por cuenta corriente está en positivo, en un nivel del 1,6% del PIB.

Las ventas al por menor siguen creciendo, 5,7% a/a en mayo (+1,3% m/m). Asimismo, el índice de indicadores adelantados se ha estabilizado en el entorno de 97,0 (97,6 en abril), más bajo que en los últimos dos años (por encima de 100). Los índices de gestores de compras (PMIs) de junio sitúan al manufacturero en 49,8 puntos y al de servicios, bajando, en 54,0 puntos. Hacia adelante, se espera que el consumo y la inversión crezcan, aunque solo gradualmente, mientras que en las exportaciones se prevé alguna debilidad por el enfriamiento económico mundial. Las estimaciones de crecimiento del PIB japonés se sitúan en 1,1% en 2023 y en 2024 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

Por su parte, la inflación parece haberse estabilizado (3,2% en mayo), gracias a la reducción de los costes de los combustibles y a que los precios al productor también se van moderando (+5,1%). Por otra parte, la inflación subyacente está lejos de estar controlada, 4,1% en abril, en niveles no vistos desde los años 80. En este contexto, el Banco de Japón, en su reunión de junio, mantuvo los tipos de interés en -0,10%. El banco central seguirá comprando la cantidad de bonos que sea necesaria (no ha fijado límite) para seguir controlando la curva de tipos de interés y así mantener el rendimiento del bono a 10 años cerca de cero, con el rango alto de fluctuación entre -0,50% y +0,50%. El Banco de Japón seguirá comprando, además, ETFs (*exchange-traded funds*) y fondos inmobiliarios hasta 12 trillones de yenes y 180 billones de yenes, respectivamente.

Japón

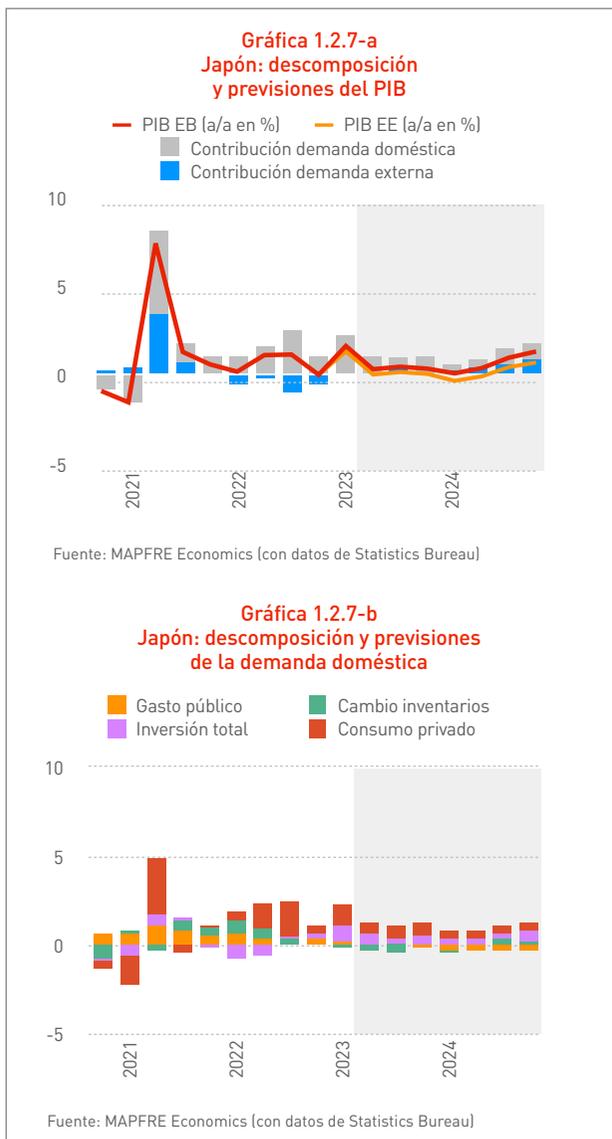
- **La economía japonesa muestra una tendencia de enfriamiento.**
- **Los sectores manufacturero y de exportaciones han sido afectados por desaceleración económica mundial.**
- **La inflación se ha estabilizado, pero aún en niveles altos para el contexto japonés.**

Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	0,6	-0,4	-4,3	2,2	1,0	1,1	1,1	0,8	0,6
Contribución de la demanda doméstica	0,6	0,1	-3,5	1,2	1,6	1,2	0,6	1,2	0,7
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,5	-0,9	1,1	-0,5	0,1	0,5	-0,4	-0,1
Contribución del consumo privado	0,1	-0,3	-2,6	0,2	1,1	0,9	0,5	0,9	0,5
Contribución de la inversión total	0,1	0,1	-0,9	0,0	-0,3	0,6	0,4	0,6	0,3
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,5	0,7	0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,2
Consumo privado (% a/a)	0,2	-0,6	-4,7	0,4	2,0	1,6	0,8	1,6	0,9
Gasto público (% a/a)	1,0	1,9	2,4	3,5	1,5	0,1	-1,1	0,1	-1,1
Inversión total (% a/a)	0,6	0,5	-3,7	0,1	-1,0	2,3	1,5	2,3	1,4
Exportaciones (% a/a)	3,8	-1,4	-11,7	12,0	5,1	-0,6	1,5	-0,6	0,9
Importaciones (% a/a)	3,8	1,1	-6,8	5,1	8,0	1,8	1,2	1,8	1,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,4	2,3	3,0	2,7	2,5	2,5	2,3	2,5	2,4
Inflación (% a/a, media)	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,5	2,8	1,0	3,0	1,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	0,5	-0,9	0,5	3,9	1,6	0,6	1,6	0,7
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-3,0	-9,0	-6,2	-6,2	-5,6	-4,5	-5,6	-4,5
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,5	3,4	2,9	3,9	2,0	1,9	2,1	2,0	2,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,07	0,07	0,08	0,07	0,06	0,09	0,22	0,07	0,12
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,01	-0,02	0,04	0,09	0,45	0,46	0,51	0,31	0,36
Tipo de cambio vs USD (final período)	110,83	109,12	103,54	115,00	132,65	135,36	126,46	132,25	124,78
Tipo de cambio vs Euro (final período)	126,90	122,59	127,05	130,25	141,48	151,26	149,13	142,23	136,88
Crédito privado (% a/a, media)	2,6	1,8	5,2	3,1	2,8	4,4	-0,2	4,3	-0,4
Crédito familias (% a/a, media)	2,5	2,2	3,1	3,6	1,7	1,0	0,0	0,9	-0,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,4	3,6	7,9	3,2	2,5	0,9	-1,6	0,9	-1,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,3	2,9	17,1	7,3	7,4	-2,6	3,8	-2,6	3,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	1,8	3,3	11,4	7,8	5,2	1,6	1,3	1,6	1,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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



Asimismo, el banco central seguirá adquiriendo papel comercial para mantener la cartera en 2 trillones. Para los bonos corporativos, seguirá comprando a fin de mantener la cartera en cerca de 3 trillones de yenes, el nivel que tenía hasta antes del inicio de la pandemia. Esta política monetaria es la más laxa de los países desarrollados, con una expansión de la masa monetaria (M2 crece cerca al 2,7%) gracias a la compra de los bonos para el “control de la curva”.

Uno de los principales riesgos de corto plazo para la economía nipona sigue estando en la continuación de la depreciación del Yen. A pesar de haber tenido unos meses de respiro, la presión sobre el tipo de cambio ha vuelto dada la política monetaria ultra laxa, con expansión monetaria y a contracorriente de Estados Unidos y Europa. El balance del banco central alcanza 130% del PIB. La inflación está en niveles no habituales para Japón por los precios de importación, en parte por culpa de la depreciación de la moneda. Esto deberá mantener los costes de las materias primas altos, mientras que la desaceleración en los países occidentales mermará sus exportaciones.

1.2.8 Turquía

Indicios de que el gobierno conducirá con cuidado a la economía para evitar riesgos acumulados.

La economía turca creció un 4,0%, no ajustado de estacionalidad (3,8% ajustado de estacionalidad), en el primer trimestre del año (0,3% t/t a.e.). El consumo ha estado fuerte, creciendo un 16,1%, pero las exportaciones se han comportado mal, con una contracción del -0,3% a/a y las importaciones creciendo un 14,4%. La depreciación de la moneda ha pesado en el deterioro de los términos de intercambio, especialmente en la importación de combustibles.

La reelección de Recep Tayyip Erdoğan para un tercer mandato parece ser un voto de confianza por parte de la población hacia unas políticas económi-

cas poco convencionales, como lo atestigua su efecto sobre la inflación y la depreciación de la moneda. El ciclo de tipos de interés bajos y la consecuente depreciación de la moneda han empeorado la balanza por cuenta corriente, y son un presagio de dificultades futuras. Se ha nombrado como ministro de Hacienda y Finanzas a Mehmet Şimşek, un funcionario con amplia experiencia en puestos en anteriores mandatos de Erdoğan y responsable de conducir la recuperación económica post crisis del 2008. En sus primeras declaraciones, Şimşek ha reconocido la necesidad de volver a “políticas más racionales” y promover la disciplina fiscal, apoyando al banco central en su esfuerzo por encauzar la inflación. Esta postura, apoyada por el vicepresidente Cevdet Yılmaz, también conocido por sus visiones más convencionales, ha llevado al mercado a confiar en ese compromiso y a una estabilidad, al menos temporal, del tipo de cambio.

A nivel de indicadores que hagan prever la actividad para los próximos meses, el índice de gestores de compras del sector manufacturero (PMI) de junio se situó en 51,5 puntos, ligeramente positivo (>50). Las ventas al por menor se han desacelerado en abril, hasta 3,4% m/m, por el impacto de la inflación. Por su parte, la confianza del consumidor se modera ligeramente al 85, en el mes de junio. En este contexto, en nuestro escenario central se prevé un crecimiento del 1,9% para 2023, y el 1,5% para 2024, con una desaceleración importante en el consumo, las exportaciones, y un menor consumo público por la moderación del gasto (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

Turquía

- El banco central da señales de ortodoxia monetaria con la subida de tipos de interés de 650 puntos básicos.
- Aun así, los tipos reales de interés siguen muy negativos; un lastre para el tipo de cambio.
- El nuevo gobierno de R. Erdoğan intentará que no se materialicen los riesgos estructurales.

Tabla 1.2.8

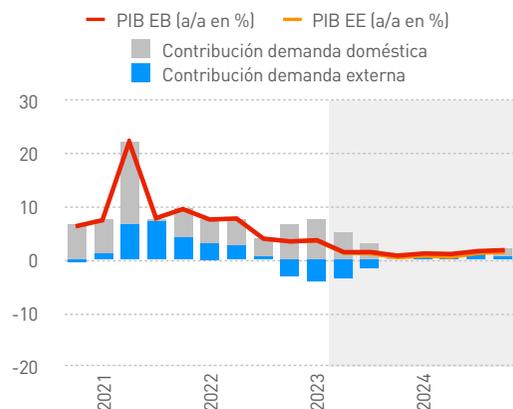
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	3,0	0,8	1,9	11,4	5,6	1,9	1,5	1,7	1,1
Contribución de la demanda doméstica	-0,6	-1,4	7,0	6,6	5,0	4,1	0,5	3,9	-0,1
Contribución de la demanda externa	3,6	2,2	-5,0	4,8	0,6	-2,2	1,0	-1,2	1,2
Contribución del consumo privado	0,3	0,9	1,9	9,1	12,1	4,3	-3,3	4,1	-3,8
Contribución de la inversión total	-0,1	-3,6	1,8	1,9	0,7	0,9	-0,4	0,8	-0,6
Contribución del gasto público	0,9	0,5	0,4	0,4	0,7	0,4	-0,2	0,4	-0,2
Consumo privado (% a/a)	0,6	1,5	3,3	15,3	19,6	6,1	-4,6	5,9	-5,2
Gasto público (% a/a)	6,5	3,8	2,5	2,6	5,2	2,7	-1,3	2,7	-1,3
Inversión total (% a/a)	-0,2	-12,5	7,4	7,4	2,8	3,5	-1,8	3,4	-2,5
Exportaciones (% a/a)	8,8	4,2	-14,4	24,9	9,1	-0,9	3,9	-0,9	3,8
Importaciones (% a/a)	-6,2	-5,0	6,7	2,4	7,9	8,4	-0,3	8,1	-1,1
Tasa de paro (% último trimestre)	12,3	13,3	12,9	11,0	10,1	10,6	10,2	10,7	10,4
Inflación (% a/a, media)	16,3	15,2	12,3	19,6	72,3	46,4	29,5	46,8	32,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	22,4	10,3	13,5	25,8	77,4	47,1	22,1	48,0	23,9
Balance fiscal (% PIB)	-1,9	-2,9	-3,5	-2,7	-0,9	-4,7	-3,1	-4,7	-3,2
Balance fiscal primario (% PIB)	0,0	-0,6	-0,8	-0,2	1,2	-3,1	-1,9	-3,1	-2,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,6	1,4	-4,4	-0,9	-5,4	-4,2	-2,0	-4,2	-1,6
Tipo de interés oficial (final período)	24,00	11,50	17,00	14,00	9,00	24,75	22,75	25,50	22,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	24,07	10,35	17,25	16,32	10,35	25,15	18,78	25,26	18,44
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,53	11,95	12,51	22,99	9,50	19,62	12,20	19,35	12,19
Tipo de cambio vs USD (final período)	5,29	5,95	7,44	13,32	18,69	25,35	25,17	26,64	27,30
Tipo de cambio vs Euro (final período)	6,06	6,68	9,11	15,23	19,96	28,33	29,68	28,65	29,94
Crédito privado (% a/a, media)	20,2	8,4	30,1	23,9	54,8	44,4	13,7	45,0	14,7
Crédito familias (% a/a, media)	0,1	-2,4	32,1	16,2	25,9	89393,7	24037,0	89146,1	23876,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	18,2	5,5	29,0	23,2	56,3	44,6	37,8	44,5	36,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	25,1	18,3	21,2	31,5	105,5	62,0	39,1	62,1	39,1
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	32,0	30,4	20,9	22,7	9,8	22,7	20,8	22,7	21,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

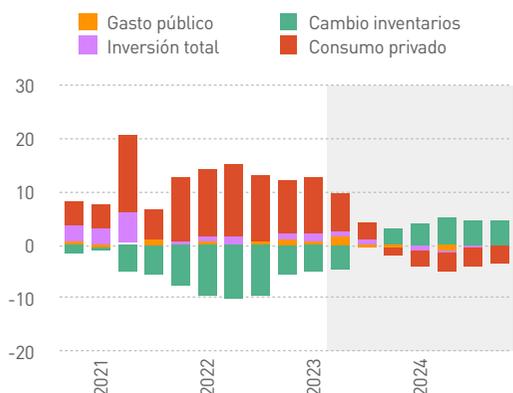
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.8-a
Turquía: descomposición
y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de TURKSTAT)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de TURKSTAT)

Por su parte, la inflación en Turquía sigue moderándose, y se situó en 39,6% en mayo, viniendo de un máximo de 85,5% en octubre. Los precios de los alimentos suben un 53%, y los costes de la vivienda se moderan al 20,7%, en tanto que los del transporte crecen al 23,7%. La inflación subyacente (46,4%) y los precios al productor (40,7%) mejoran, pero todavía están muy altos. La lira turca se acerca a los 24 contra el dólar y a los 26 contra el Euro, y a pesar de la reciente estabilización temporal, se espera que siga depreciándose.

El Banco Central de Turquía, en su reunión de junio, subió abruptamente los tipos de interés (Repo a 1 semana) en 650 pbs, hasta el 15,00%. Esta subida viene después de los nuevos nombramientos en el banco central y ministerio de finanzas en el nuevo gobierno de Erdogan. El Comité del banco central turco decidió iniciar el proceso de endurecimiento monetario para establecer cuanto antes el rumbo hacia la desinflación, anclar las expectativas de inflación y controlar el deterioro del comportamiento de los precios. El Comité ha señalado que determinará el tipo de interés oficial de forma que se creen las condiciones monetarias y financieras necesarias para garantizar un descenso de la inflación subyacente y alcanzar el objetivo de inflación del 5% a medio plazo. El endurecimiento monetario se reforzará tanto como sea necesario y de forma oportuna, y será gradual hasta que se logre una mejora significativa de las perspectivas de inflación. Otro beneficio será parar la “sangría” en el tipo de cambio. No obstante, como los tipos de interés todavía están en territorio ampliamente negativo, esta decisión apenas ha dado un breve respiro.

Los indicios parecen apuntar a que el nuevo gobierno de Erdoğan intentará que no se materialicen los riesgos estructurales. Turquía busca apoyos de la inversión de los países de Oriente Medio, para compensar un distanciamiento de los inversores occidentales. La depreciación de la moneda es un duro obstáculo, reflejo de los desequilibrios fiscales, del déficit por cuenta corriente y de la elevada deuda externa en dólares.

1.2.9 México

Una moneda fortalecida, tipos de interés reales y moderadas perspectivas para 2024.

La economía mexicana creció un 3,7% en el primer trimestre del año (1,0% t/t). El consumo privado ha crecido un 4,8% a/a, en anticipación de una desaceleración esperada para los próximos trimestres. La producción industrial en agregado está aguantando (0,7% a/a) gracias al petróleo, textiles y maquinaria; no obstante, al igual que en otras partes del mundo, hay muchos otros sectores industriales ya en contracción. Las políticas monetarias que buscan controlar la inflación están influenciando las expectativas de demanda y las industrias ajustan también su producción. Las ventas al por menor, a nivel interanual, siguen creciendo (4,6% en abril, 1,5% m/m). Asimismo, los pedidos de fábrica se mantienen aún en niveles altos, situándose el índice en 52,8 en abril, y la confianza de las empresas también está en niveles satisfactorios, 52,6 puntos.

México

- La economía mexicana ha ido bien en lo que va de 2023, pero inevitablemente se enfriará por las condiciones financieras más estrictas y la posible recesión en Estados Unidos.
- México se ha beneficiado del proceso de relocalización global de cadenas productivas (*nearshoring*).
- El peso mexicano se ha fortalecido dados los tipos de interés reales muy positivos y el aumento de flujos de cartera ante la incertidumbre en otros mercados emergentes.

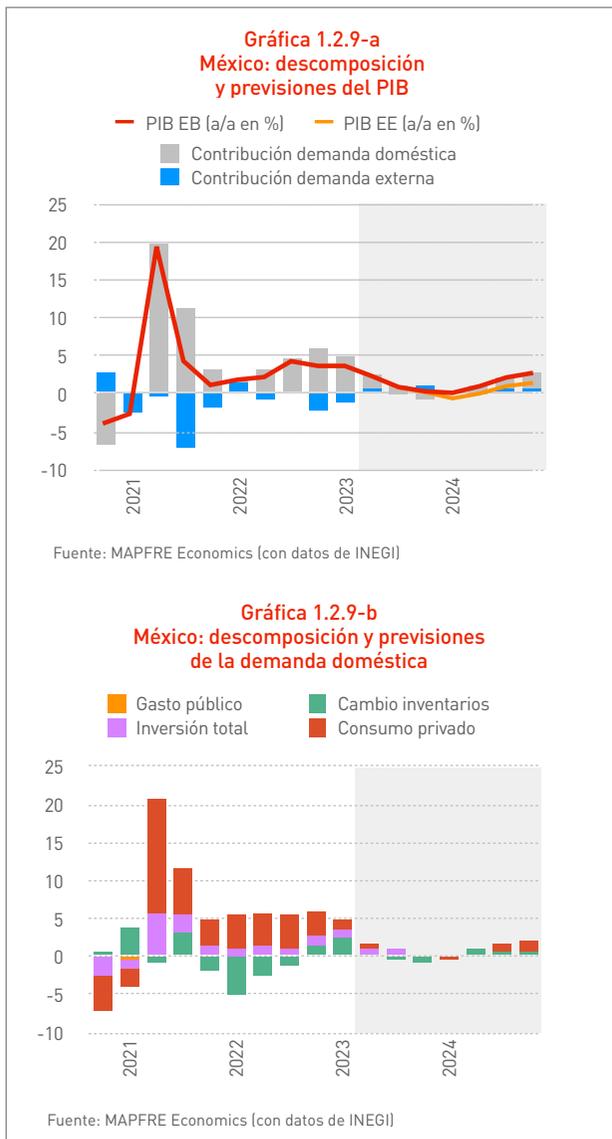
Cabe señalar que las tensiones geopolíticas y las interrupciones en las cadenas de producción en los últimos dos años están favoreciendo a la economía mexicana por el fenómeno de *nearshoring* (acercamiento de la producción a los mercados de destino), con el aumento de inversión extranjera directa en industrias que ya se encontraban ligadas a las

Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	2,2	-0,2	-8,2	4,9	3,0	1,8	1,5	1,7	0,5
Contribución de la demanda doméstica	2,4	-1,0	-10,7	8,0	3,5	1,6	1,1	1,6	0,6
Contribución de la demanda externa	-0,2	0,8	2,6	-3,0	-0,5	0,1	0,4	0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	1,7	0,2	-7,1	5,1	4,1	0,6	0,5	0,6	0,4
Contribución de la inversión total	0,2	-1,0	-3,4	1,8	1,1	0,6	0,0	0,5	-0,3
Contribución del gasto público	0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,2	0,3	0,2
Consumo privado (% a/a)	2,6	0,4	-10,5	7,8	6,1	0,9	0,8	0,9	0,5
Gasto público (% a/a)	2,9	-1,8	-0,3	-0,6	1,0	2,7	2,0	2,7	2,0
Inversión total (% a/a)	0,8	-4,7	-17,8	10,5	6,0	3,0	-0,2	2,9	-1,4
Exportaciones (% a/a)	5,9	1,5	-7,1	6,9	7,6	-1,4	2,9	-1,5	1,7
Importaciones (% a/a)	6,4	-0,7	-14,1	16,1	8,8	-1,7	2,9	-1,8	2,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,3	3,4	4,5	3,7	3,0	3,4	3,8	3,4	4,1
Inflación (% a/a, media)	4,9	3,6	3,4	5,7	7,9	5,7	4,0	5,9	4,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,8	2,9	3,5	7,0	8,0	4,6	3,7	4,8	3,7
Balance fiscal (% PIB)	-2,0	-1,7	-2,8	-3,0	-3,3	-3,6	-3,3	-3,6	-3,4
Balance fiscal primario (% PIB)	0,6	1,1	0,1	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-0,5	2,1	-0,6	-1,3	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9
Tipo de interés oficial (final período)	8,25	7,25	4,25	5,50	10,50	10,75	10,00	11,25	10,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	8,63	7,45	4,47	5,86	10,97	10,25	6,29	10,13	5,89
Tipo de interés a 10 años (final período)	8,70	6,84	5,23	7,57	9,02	8,19	7,27	7,82	7,05
Tipo de cambio vs USD (final período)	19,65	18,93	19,88	20,50	19,49	18,64	20,09	18,97	20,29
Tipo de cambio vs Euro (final período)	22,50	21,26	24,40	23,22	20,79	20,83	23,69	20,40	22,26
Crédito privado (% a/a, media)	10,4	8,9	5,2	-1,0	7,4	10,4	5,8	10,4	5,0
Crédito familias (% a/a, media)	8,4	6,2	1,6	4,4	9,1	8,7	6,7	8,7	6,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,8	6,2	3,7	18,3	8,7	7,4	13,7	7,4	12,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	11,4	15,8	21,9	23,1	23,0	25,0	22,9	24,9	22,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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



cadena de producción generadas por el tratado comercial entre México, Estados Unidos y Canadá. El índice de gestores de compras manufacturero (PMI) de junio se situó en 50,9 puntos, aún en territorio de expansión. Asimismo, la producción de automóviles sigue con una tendencia de mejora desde los mínimos de 2021. La confianza del consumidor también ha mejorado con respecto a 2022. Así, dadas las mejores perspectivas para 2023 subimos la previsión de crecimiento del PIB mexicano al 1,8% en 2023, y mantenemos la previsión de 2024 en el 1,5%, que podría verse descarrilado si hay un contagio fuerte de la esperada recesión en Estados Unidos (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

La inflación, por su parte, se situó en 5,8% en mayo, continuando la trayectoria descendiente desde el máximo de septiembre de 2022, aunque aún lejos de la banda objetivo de las autoridades monetarias, especialmente porque la inflación subyacente sigue en el 7,4%. La alimentación sube cerca del 9%, la vivienda un 4%, y los combustibles contribuyen a la moderación (1,9%), en tanto que el precio de los vuelos baja un -7,3%. De esta forma, se prevé que la inflación deberá seguir siendo alta, 5,7% en 2023, con una gradual bajada al 4,0% en 2024. El Banco de México, en su reunión de junio, mantuvo los tipos de interés de referencia en 11,25%. Ante un proceso de reducción de la dinámica de crecimiento de los precios que progresa, aunque lentamente, no se esperan más subidas, pero tampoco bajadas de inmediato hasta que el proceso desinflacionario se haya dado por finalizado. Entretanto, dados los tipos de interés reales muy positivos y el aumento de flujos de cartera ante la incertidumbre en otros mercados emergentes, el peso mexicano se ha ido revalorizando hasta cerca de los 17 pesos/dólar.

El principal riesgo de corto plazo para la economía mexicana es la posible recesión en Estados Unidos, prevista para el primer trimestre de 2024, que contagiaría a México por vía de sus exportaciones. Por lo demás, el proceso de desinflación es lento, pero progresa adecuadamente. Asimismo, el *nearshoring* está acercando la producción desde Asia hacia Norteamérica, con beneficios para la economía mexicana.

1.2.10 Brasil

Mejor crecimiento en 2023, pero la incertidumbre se mantiene.

La economía brasileña creció un 3,4% en el primer trimestre de 2023 (1,9% t/t). El consumo privado aumenta un 3,5%, la inversión se debilita (0,8%), mientras que exportaciones se comportan bien (+7,0%). La producción industrial en Brasil ha caído un -2,7% en abril, lo que revela un cierto enfriamiento de la actividad. La inversión fija es la partida que se espera más débil este año, debido al endurecimiento de las condiciones de financiación a las empresas. La confianza del consumidor, por su parte, mejora gracias a la mejora de la inflación. Los PMIs de junio bajan, con el compuesto en 51,5 puntos, el de servicios en 53,3, y el manufacturero en 46,6. En este contexto, la estimación de crecimiento del PIB brasileño este año se sitúa en el 1,8%, siendo los motores las exportaciones y el consumo, aunque la de 2024 se ha bajado al 1,4% (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

Brasil

- La inflación lleva un año bajando, gracias a un ciclo de endurecimiento monetario iniciado con anticipación a la mayor parte de los bancos centrales.
- El banco central mantuvo tipos de interés; reconoce que aún hay mucha incertidumbre y riesgos en ambas direcciones.
- El endurecimiento de las condiciones financieras provocará desaceleración de la actividad económica.

Por su parte, la inflación lleva un año reduciéndose, hasta situarse en 4,0% en mayo. La alimentación sube menos (5,5%), pero sigue tensionado el vestuario (11,1%) y la salud (11,6%), mientras que los combustibles hacen bajar el IPC (-26%). Se estima que la inflación en 2023 se sitúe en torno al 5,0% de promedio, afectada por el fin de las ayudas. El Banco Central de Brasil, en su reunión de junio, mantuvo los tipos de interés

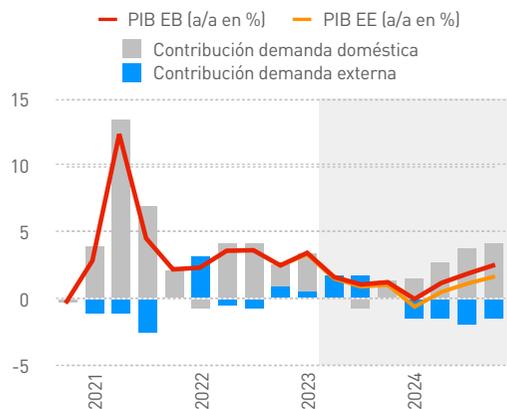
Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	1,7	1,2	-3,6	5,3	3,0	1,8	1,4	1,7	0,7
Contribución de la demanda doméstica	2,3	1,8	-4,9	6,5	2,3	0,8	3,0	0,8	2,7
Contribución de la demanda externa	-0,7	-0,6	1,4	-1,2	0,7	1,0	-1,6	0,9	-2,0
Contribución del consumo privado	1,6	1,8	-3,4	2,8	3,0	0,7	0,1	0,7	0,0
Contribución de la inversión total	0,8	0,7	-0,3	2,9	0,2	-0,9	0,3	-0,9	0,2
Contribución del gasto público	0,1	-0,1	-0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Consumo privado (% a/a)	2,3	2,6	-4,9	4,0	4,3	1,0	0,2	1,0	0,0
Gasto público (% a/a)	0,8	-0,5	-3,7	3,5	1,5	1,7	2,0	1,7	2,0
Inversión total (% a/a)	5,2	4,0	-1,7	16,6	0,8	-4,6	1,8	-4,7	0,9
Exportaciones (% a/a)	3,5	-2,5	-2,7	6,5	5,9	5,7	-0,2	5,7	-0,7
Importaciones (% a/a)	7,1	1,3	-9,8	12,6	1,1	-0,8	11,6	-0,9	11,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,7	11,1	14,2	11,1	7,9	8,2	8,3	8,2	8,4
Inflación (% a/a, media)	3,7	3,7	3,2	8,3	9,3	5,0	4,3	5,1	4,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,1	3,4	4,3	10,5	6,1	5,4	4,0	5,6	3,8
Balance fiscal (% PIB)	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,0	-7,7	-8,0	-7,8
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,3	-1,0	-0,8	-1,0	-0,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,8	-3,6	-1,9	-2,8	-3,0	-1,5	-3,5	-1,6	-3,9
Tipo de interés oficial (final período)	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	13,25	9,25	13,50	9,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6,40	4,40	1,90	9,15	13,65	12,90	8,93	13,04	8,65
Tipo de interés a 10 años (final período)	9,24	6,81	6,98	10,31	12,76	11,18	10,81	10,89	10,67
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	5,03	5,10	5,22	5,24
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,44	4,53	6,38	6,32	5,56	5,63	6,02	5,62	5,75
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)	7,0	10,8	10,1	17,7	20,3	11,6	10,2	11,5	10,2
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)	16,4	15,8	19,0	22,2	20,2	20,4	19,7	20,3	19,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

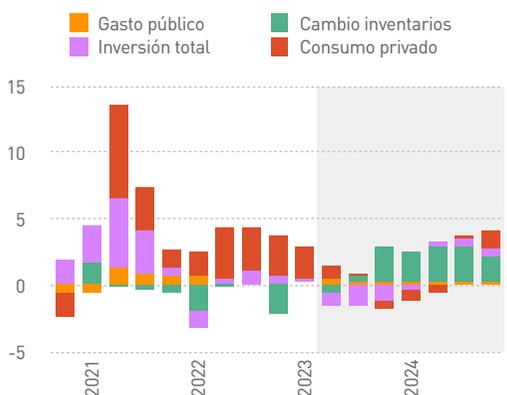
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.10-a
Brasil: descomposición y previsiones del PIB



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

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



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

SELIC en 13,75%. El banco central considera que hay riesgos en ambas direcciones y que las proyecciones macroeconómicas tienen más incertidumbre de lo habitual. Su objetivo es hacer converger la inflación al objetivo estabilizando los precios, suavizando las fluctuaciones del nivel de actividad económica y fomentando el pleno empleo.

Con respecto a los riesgos de corto plazo para la economía brasileña, estos se concentran en; las presiones inflacionarias que aún se observan a nivel mundial; la evolución de la política fiscal y trayectoria de la deuda pública y sus impactos en los mercados; la desaceleración de la economía mundial que puede afectar la demanda de los productos de exportación de Brasil, y la eliminación de las ayudas establecidas para la recuperación económica. El endurecimiento de las condiciones financieras globales, y las de Brasil en concreto, tendrán sin duda impacto en los niveles de actividad e inversión.

1.2.11 Argentina

Inflación en aceleración y depreciación exponencial de la moneda.

La economía argentina creció un 1,3% en el primer trimestre; año en el que, además, se prevé que la actividad económica se vea afectada por la sequía que reducirá la producción agrícola. El consumo privado aumentó un 6,0%, la inversión bajó un -0,6%, las exportaciones decrecieron un -6,0%, y las importaciones subieron un 2,9%. El consumo del gobierno posiblemente no bajará antes de las elecciones de diciembre, con el déficit fiscal sin apenas corrección (cerca del 4%/PIB). La producción industrial,

Argentina

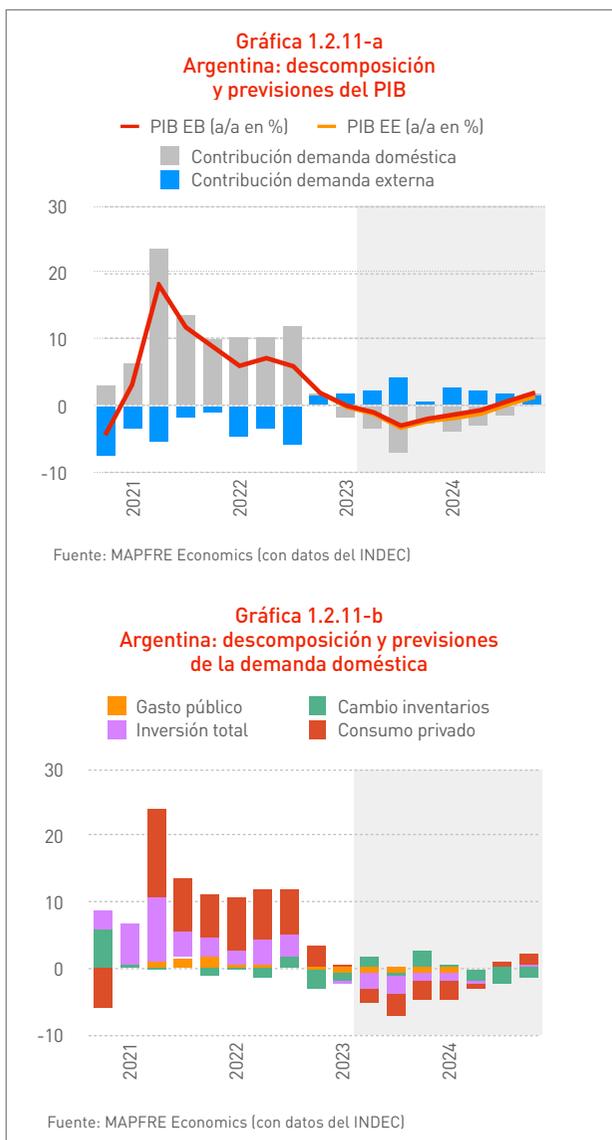
- La economía argentina enfrenta condiciones desafiantes para el crecimiento.
- Los precios siguen creciendo en niveles hiperinflacionarios.
- La moneda mantiene una tendencia de depreciación acelerada.

por su parte, se enfría (1,6%) y la construcción cae (-4,0%), mientras que la producción automotriz se mantiene. Las ventas de coches crecen (15% a/a), pero están en niveles bajos desde 2019, vendiéndose la mitad de los coches que se vendían en 2018. En este marco, la previsión de crecimiento del PIB para 2023 (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b) se ha situado en -1,5% (desde -0,7% de nuestro informe anterior) debido a las desafiantes condiciones para las exportaciones (sequía en el campo), el gasto público (compromiso de ajustar el déficit), consumo privado (inflación), y la inversión (confianza inversora).

Por su parte, la inflación sigue al alza (114,2% en mayo), con la subyacente en 110,3%, y según la encuesta de expectativas realizada por el banco central a final de mayo, los analistas encuestados esperan que la inflación se sitúe en 149% en todo 2023, comparado con los 126% que estimaban en abril y 98,4% que estimaban en diciembre pasado. La subida de precios está ocurriendo en todos los segmentos: alimentación, ropa, transporte, restaurantes, bienes y servicios. Es difícil enfriar los precios si la masa monetaria (M2) sigue creciendo en torno al 70% anual. Los tipos de interés de referencia LELIQ a 28 días han subido 4 veces desde marzo, de los 75% hasta los 97% a mediados de junio. La otra tasa de referencia es la tasa BADLAR de bancos privados, que se sitúa en 93%. El peso argentino seguirá depreciándose a raíz del aumento de masa monetaria y de las inyecciones de dinero que llegan en forma de ayudas externas. A fecha de este informe, la moneda ya superaba los 248 ARS/USD, con una tendencia de depreciación casi exponencial.

Argentina se enfrenta a una inflación galopante dado el aumento de masa monetaria, el gasto fiscal, la depreciación de la moneda y la financiación externa que recibe. El gobierno tiene poco incentivo para recortar el gasto en año de elecciones generales (octubre). Las reservas en dólares son menores que en otros periodos preelectorales, lo que le dará al banco central menos margen para intervenir en el tipo de cambio. La moneda se deprecia de forma exponencial y las estimaciones de inflación de 2023 en la encuesta del banco central se ha revisado desde cerca de 100% en diciembre a casi 150% ahora.

Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos



	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	-2,6	-2,0	-9,9	10,4	5,2	-1,5	0,2	-1,8	-0,4
Contribución de la demanda doméstica	-4,1	-9,5	-10,3	13,3	8,2	-3,7	-1,9	-3,7	-2,0
Contribución de la demanda externa	1,5	7,5	0,3	-2,9	-3,0	2,2	2,0	1,9	1,6
Contribución del consumo privado	-1,7	-4,6	-9,8	6,8	6,4	-1,9	-0,3	-2,0	-0,3
Contribución de la inversión total	-1,2	-3,2	-2,2	5,6	2,2	-1,8	-0,3	-1,8	-0,4
Contribución del gasto público	-0,3	-0,9	-0,2	1,0	0,3	-0,6	-0,1	-0,6	-0,1
Consumo privado (% a/a)	-2,2	-6,1	-13,7	10,0	9,4	-2,7	-0,4	-2,8	-0,5
Gasto público (% a/a)	-1,9	-6,4	-1,9	7,1	1,8	-4,5	-0,7	-4,5	-0,7
Inversión total (% a/a)	-5,7	-16,0	-13,0	33,4	10,9	-8,4	-1,6	-8,5	-1,8
Exportaciones (% a/a)	0,6	9,8	-17,7	9,2	5,7	-0,1	4,9	-0,2	4,5
Importaciones (% a/a)	-4,5	-18,7	-18,5	22,0	17,4	-13,5	-4,2	-13,6	-4,4
Tasa de paro (% último trimestre)	9,1	8,9	11,0	7,0	6,3	8,4	7,4	8,5	7,5
Inflación (% a/a, media)	34,3	53,5	42,0	48,4	72,4	120,0	97,9	132,0	104,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	47,4	52,2	36,4	51,4	91,8	134,3	70,6	146,8	69,8
Balance fiscal (% PIB)	-4,9	-3,8	-8,4	-3,6	-3,8	-3,8	-2,9	-3,8	-3,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,3	-0,4	-6,4	-2,1	-2,0	-2,3	-1,9	-2,3	-2,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,9	-0,8	0,8	1,4	-0,6	1,0	1,6	1,0	1,7
Tipo de interés oficial (final período)	59,25	55,00	38,00	38,00	75,00	112,00	97,00	120,00	110,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	56,76	45,13	29,55	31,49	67,61	95,01	95,07	95,11	93,18
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,85	30,24	21,68	25,52	34,40	33,70	31,37	33,37	31,39
Tipo de cambio vs USD (final período)	37,70	59,89	84,15	102,72	177,15	382,71	638,12	401,54	656,86
Tipo de cambio vs Euro (final período)	43,17	67,28	103,26	116,34	188,95	427,65	752,54	431,85	720,67
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)	52,3	15,3	22,9	34,6	60,4	56,2	57,5	56,2	57,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INDEC)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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

1.2.12 China

Las exportaciones caen anticipando la desaceleración económica mundial.

La economía china creció un 4.5% en el primer trimestre de 2023, con el consumo privado aumentando 3,3% y el consumo del gobierno un 15,2%, pero con las exportaciones sin cambio (0% a/a) y las importaciones creciendo solo marginalmente (0,2% a/a). Cabe señalar que, de manera posterior al cierre del trimestre, se ha verificado una caída importante de las exportaciones (-7,5% en mayo) y de las importaciones (-4,5%), lo que es indicativo de la llegada de los efectos de la desaceleración de la economía global.

Los indicadores adelantados (índices de gestores de compras, PMIs), sin embargo, siguen siendo positivos, con el compuesto en 52,5, el manufacturero en 50,5 y el de servicios en 53,9 puntos. Las ventas de automóviles, aunque con mucha variación a lo largo del año, se presentan sólidas, con ventas de 2,2 millones de vehículos al mes. Por su parte, la confianza del consumidor y de los negocios están estables. El gobierno chino tiene un objetivo formal de crecimiento para la economía cercano al 5%. En ese marco, se prevé para este año un crecimiento del 5,3% y del 4,7% en 2024, siempre condicionado a que la caída de las exportaciones no se agrave de manera significativa y la economía

China

- Las exportaciones chinas caen como resultado de la menor demanda del resto del mundo.
- Las autoridades refuerzan los estímulos para tratar de evitar que la economía se desacelere.
- Persisten los riesgos en el sector inmobiliario, así como en los elevados niveles de deuda en la economía.

consiga navegar las agitadas aguas de sus sectores financiero e inmobiliario (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

La inflación, por su parte, está muy baja, un 0,2% a/a en mayo (-0,2% m/m), y encadena 4 meses a la baja. De hecho, se teme que China pueda entrar en deflación si se mantiene esta dinámica. Con la desaceleración mundial y los precios al productor (PPI) bajando (-4,6% mayo, y -5,3% las materias primas), la deflación es ciertamente una posibilidad que considerar. En el ámbito de política monetaria, el banco central ha decidido bajar por sorpresa en 10 pbs, hasta 1,90%, el tipo de interés repo inverso (*reverse repo rate*), la primera bajada desde agosto de 2022, en un claro esfuerzo por animar los préstamos. Posteriormente, relajó también la tasa para los préstamos a un año (*facilidad de crédito de medio plazo*) en 10 pbs, hasta 3,55%. Asimismo, el ratio de reservas requeridos a los bancos está sin cambios desde marzo, en 10,75%.

A nivel de riesgos económicos de corto plazo, China sigue con el problema de un sector inmobiliario muy inflado, un sector de empresas estatales muy endeudadas y las finanzas regionales bajo presión. La desaceleración mundial está a las puertas y eso se nota en las exportaciones chinas. Con los precios encadenando 4 meses a la baja y unos precios al productor claramente negativos, hay un cierto riesgo de que China empiece a exportar deflación al resto del mundo. Con el sector financiero, inmobiliario y finanzas regionales para salvar, China va a intentar que al menos sus exportaciones sean resilientes. A nivel geopolítico, sigue aumentando la tensión con Estados Unidos, a la vez que China se sigue acercando al resto de los BRICS y con Oriente Medio. Europa, que está observando atentamente esta dinámica, intenta matizar que solo quiere “reducir-riesgo” (*de-risking*) y no “desacoplarse China” (*de-coupling*).

Tabla 1.2.12

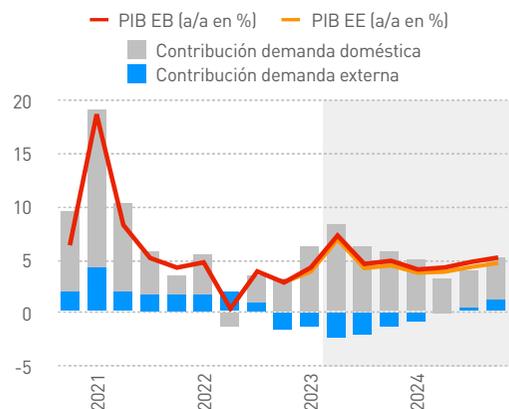
China: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	6,7	6,0	2,2	8,5	3,0	5,3	4,7	4,9	4,2
Contribución de la demanda doméstica	7,3	5,3	1,6	6,6	2,2	6,6	4,1	6,6	3,9
Contribución de la demanda externa	-0,3	0,6	0,7	2,3	0,7	-1,3	-1,0	-1,7	0,3
Contribución del consumo privado	3,2	2,5	-1,0	4,6	0,0	3,6	2,0	3,6	2,0
Contribución de la inversión total	3,1	2,2	1,3	1,3	1,3	2,4	1,8	2,4	1,6
Contribución del gasto público	1,2	1,1	0,8	0,3	1,4	0,7	0,3	0,7	0,3
Consumo privado (% a/a)	8,1	6,3	-2,4	12,1	0,1	9,3	5,0	9,3	5,0
Gasto público (% a/a)	7,1	6,6	4,6	1,6	9,0	4,3	1,7	4,3	1,7
Inversión total (% a/a)	7,3	5,1	3,1	3,2	3,3	5,9	4,4	5,9	4,0
Exportaciones (% a/a)	4,4	2,3	1,7	18,2	-0,3	0,4	0,8	0,3	0,1
Importaciones (% a/a)	6,5	-0,7	-2,2	6,7	-4,7	5,6	7,6	5,6	7,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,9	3,1	3,5	3,3	3,6	3,4	3,4	3,4	3,5
Inflación (% a/a, media)	2,1	2,9	2,5	0,9	2,0	1,4	2,3	1,5	2,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,2	4,3	0,1	1,8	1,8	2,4	2,0	2,4	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-4,7	-5,6	-7,6	-5,1	-7,4	-6,8	-6,2	-6,8	-6,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-2,2	-3,7	-1,5	-3,6	-2,8	-2,2	-2,8	-2,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,2	0,7	1,7	2,0	2,2	2,2	0,8	2,2	0,8
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	3,25	3,00	3,00	2,75	2,50	3,00	2,50	2,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,35	3,02	2,76	2,50	2,42	2,45	2,58	2,42	2,44
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,23	3,14	3,14	2,78	2,84	3,21	3,68	2,91	3,51
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,88	6,99	6,52	6,35	6,90	7,00	6,48	7,08	6,53
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,87	7,85	8,00	7,19	7,36	7,82	7,64	7,61	7,17
Crédito privado (% a/a, media)	12,9	13,1	13,1	12,3	11,1	11,3	9,0	11,4	9,7
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	28,8	29,0	32,9	30,2	32,0	29,2	29,2	29,2	29,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

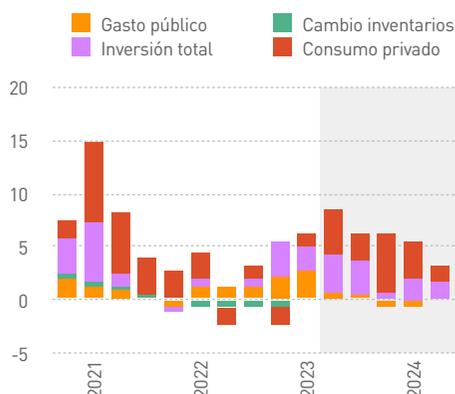
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.12-a
China: descomposición y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BoPRC)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BoPRC)

1.2.13 Indonesia

La inflación empieza a controlarse y puede acercarse el cambio de ciclo monetario.

La economía indonesia creció un 5,0% en el primer trimestre del año, con el consumo interno, privado y público, creciendo 4,5% y 4,0%, respectivamente, y la inversión un 2,0%. Las exportaciones aumentan un 11,7%, ya en trayectoria de desaceleración, pero la balanza comercial es muy positiva gracias a las exportaciones agrícolas y de minerías. La encuesta de gestores de compras (PMI manufacturero) de junio se situó en 52,5, mejorando desde los 50,3 del mes previo. Los pedidos de fábrica evolucionan bien, pero el subindicador de proveedores muestra que aún hay algunas dificultades en el suministro de materiales. Las ventas al por menor suben, pero los últimos datos apuntan a una moderación (0,9%). Asimismo, las ventas de automóviles se comportaron bien en el primer trimestre, pero en el arranque del segundo han sufrido un importante frenazo.

Indonesia

- La economía indonesia sigue creciendo a un ritmo elevado.
- A pesar de que llegara a resentir una cierta desaceleración, el crecimiento en 2023 rondará el entorno del 4,5%.
- Además, la inflación se modera y podría estar cerca la bajada de tipos de interés.

Para los próximos trimestres, se espera que el consumo siga siendo el motor del crecimiento, mientras que se anticipa un debilitamiento de las exportaciones e importaciones por la desaceleración mundial y el endurecimiento de las condiciones financieras en muchos países. De esta forma, la previsión de crecimiento económico en Indonesia se sitúa en 4,5% para 2023, con un repunte en 2024 al 4,9% (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

La inflación se ha bajado al 3,5% en junio, en moderación, desde un pico de casi el 6,0% en 2022, y la inflación subyacente baja al 2,6%. Los precios al productor siguen algo más altos, pero también en trayectoria de moderación (4,4%, abril). En cuanto a la tendencia, se prevé que prosiga la moderación, gracias a la bajada de los costes energéticos y de los productos de importación. El Banco Central de Indonesia mantuvo los tipos de interés en 5,75% en la reunión de junio, con la inflación situándose dentro del rango objetivo del 2%-4%. La inflación subyacente se ubica en el 2,6%, lo que permite prever que la tendencia es buena. De seguir en este camino, podríamos ver el inicio del cambio de ciclo monetario para el cuarto trimestre.

Los riesgos de corto plazo para la economía indonesia podrían venir de una desaceleración económica mundial, que afecte a los precios del aceite de palma y del carbón, sus principales exportaciones. La balanza por cuenta corriente sigue en positivo, cerca del 1,2% del PIB, y aunque las exportaciones se moderen, las importaciones bajan más (sigue la tendencia de mejora). El tipo de cambio en el último trimestre se ha recuperado, aunque con cierta volatilidad, situándose en torno a 15.000 IDR/USD. La subida de los tipos de interés de la deuda externa en dólares es un desafío para todos los países emergentes a la hora de renovar esas emisiones de deuda, y una inestabilidad en los mercados internacionales de financiación sería un desafío para Indonesia.

1.2.14 Filipinas

Crecimiento económico moderándose con desaceleración de las exportaciones.

La economía filipina creció un 6,4% en el primer trimestre del año. El consumo privado creció un 6,3% a/a, el consumo del gobierno lo hizo un 6,2% a/a, y la inversión un 12,2%. Las exportaciones se quedaron planas (0,4%), con unos meses moderándose, pero con un año anterior espectacular

Tabla 1.2.13

Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	5,2	5,0	-2,1	3,7	5,3	4,5	4,9	4,4	4,2
Contribución de la demanda doméstica	6,2	3,6	-3,6	4,1	4,5	3,1	4,7	3,1	4,5
Contribución de la demanda externa	-1,0	1,4	1,5	-0,4	0,8	1,4	0,2	1,4	-0,3
Contribución del consumo privado	2,8	2,9	-1,5	1,1	2,7	2,2	2,2	2,2	2,2
Contribución de la inversión total	2,2	1,5	-1,6	1,2	1,2	0,7	2,0	0,7	1,9
Contribución del gasto público	0,4	0,3	0,2	0,3	-0,4	0,3	0,4	0,3	0,4
Consumo privado (% a/a)	5,1	5,2	-2,7	2,0	4,9	4,1	4,1	4,1	4,1
Gasto público (% a/a)	4,8	3,3	2,1	4,2	-4,5	4,3	5,7	4,3	5,6
Inversión total (% a/a)	6,7	4,5	-5,0	3,8	3,9	2,2	6,6	2,1	6,1
Exportaciones (% a/a)	6,5	-0,5	-8,4	18,0	16,3	2,5	2,5	2,5	2,1
Importaciones (% a/a)	12,1	-7,1	-17,6	24,9	14,7	-3,7	4,4	-3,8	4,2

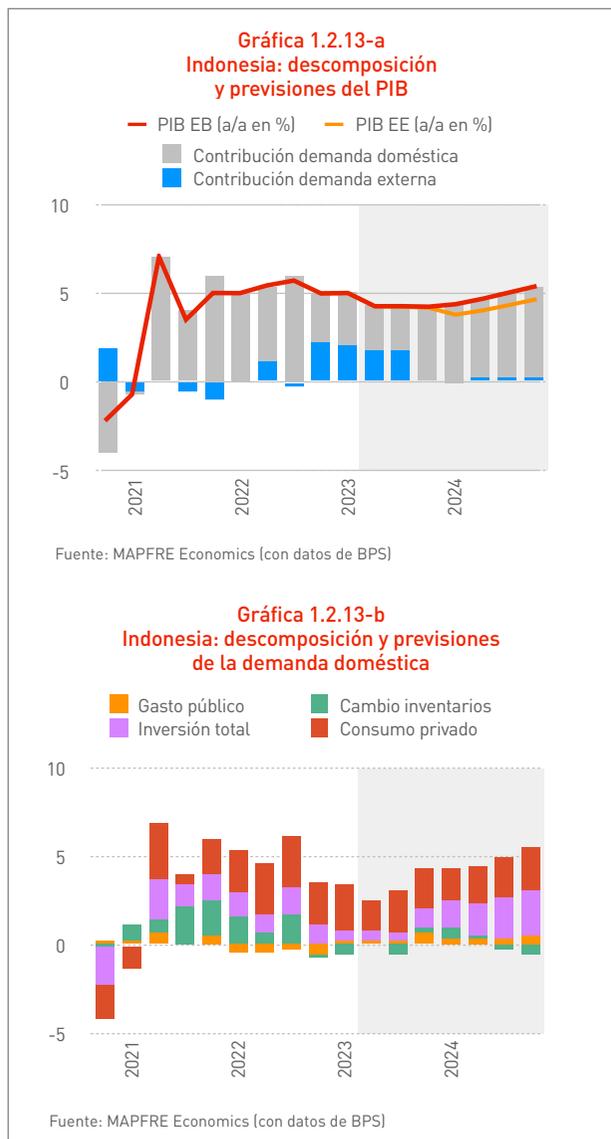
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	5,1	6,7	6,2	5,7	5,6	5,3	5,6	5,4
Inflación (% a/a, media)	3,3	2,8	2,0	1,6	4,2	4,0	2,4	4,1	2,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,3	2,7	1,6	1,8	5,5	2,8	2,4	2,9	2,4
Balance fiscal (% PIB)	-1,7	-2,2	-6,2	-4,6	-2,4	-1,9	-2,2	-1,9	-2,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.								
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,9	-2,7	-0,4	0,3	1,0	0,5	0,1	0,5	0,3

Tipo de interés oficial (final período)	6,00	5,00	3,75	3,50	5,50	5,50	5,25	5,50	4,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,70	5,51	4,06	3,75	6,62	6,50	6,07	6,51	5,50
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,98	7,10	6,10	6,38	6,93	6,31	6,77	5,96	6,46
Tipo de cambio vs USD (final período)	14.380	13.883	14.050	14.253	15.568	15.308	14.485	15.471	14.602
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16.465	15.596	17.241	16.143	16.605	17.105	17.083	16.638	16.018

Crédito privado (% a/a, media)	10,8	8,8	1,4	1,0	9,6	7,7	9,6	7,8	9,5
Crédito familias (% a/a, media)	10,2	7,9	2,1	2,2	7,8	7,8	5,4	7,8	5,5
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)	5,6	-3,0	-6,0	-12,6	15,3	29,1	13,7	29,1	13,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	24,0	22,8	21,4	25,7	29,2	27,7	25,4	27,7	25,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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



(efecto base). Los datos más recientes (abril) muestran las exportaciones cayendo un -20,2% y las importaciones haciéndolo un -17,7%, lo que parece apuntalar la tesis de una desaceleración en 2023. La balanza por cuenta corriente está fuertemente negativa, especialmente desde 2021, fruto de un deterioro de los términos de intercambio. En cuanto a indicadores adelantados de actividad, el PMI manufacturero se situó en 50,9 puntos en junio, y las encuestas a las condiciones de negocio futuras bajan al 46,4 desde 49 (<50 indica contracción). La producción industrial sube un 8,2% en abril, con el sector automotriz en expansión (38%), mientras que hay otros sectores que están en contracción (química y muebles). En este contexto, la previsión es que, en 2023, la economía filipina se desacelere, desde los valores récord de 2022, fundamentalmente por las tensiones en la inflación y las condiciones financieras más estrictas. De esta forma, se prevé un crecimiento del PIB filipino en torno al 5,1%, en 2023 y al 4,9% en 2024, debido principalmente a la desaceleración del consumo, mientras que las exportaciones están agotando impulso, consolidando los niveles después de crecimientos importantes en los últimos dos años (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La inflación, por su parte, alcanzó un 6,1% en mayo, estabilizándose (0,0% m/m), aparentando no querer bajar más, y con la subyacente persistentemente alta (7,7%). Con la base monetaria aumentando significativamente a finales de 2022, la inflación deberá seguir siguiendo alta por algún tiempo. Por rúbricas, la alimentación ha subido un 7,4%, y

Filipinas

- **La economía filipina ha comenzado a desacelerarse, pero mantiene una dinámica muy superior al promedio global.**
- **Las exportaciones caen de manera significativa en abril, como resultado de la desaceleración de la economía mundial.**
- **La inflación se estancó por encima del 6%, mostrando cierta resiliencia.**

la vivienda y suministros del hogar un 6,5%, mientras que el coste del transporte baja (-0,5%) por la moderación de los combustibles. En este marco, los tipos de interés del banco central se mantienen en 6,25% (*overnight repo*). El banco central ha bajado en 25 pbs el requerimiento de reservas para los bancos comerciales y otras entidades. El banco subraya que no se trata de una relajación, sino de una medida para contrapesar otras que están a punto de expirar relativas al cumplimiento de reservas, y que pretende mantener los niveles de liquidez y crédito a la economía. El banco central sigue priorizando traer la inflación de vuelta a la trayectoria de medio plazo y va a seguir señalizando la política monetaria a través de la tasa *overnight repo*.

En cuanto a los riesgos de corto plazo para la economía filipina, el principal sigue siendo la inflación, con la subyacente moderándose muy lentamente. Otro riesgo es el déficit comercial, que sigue ampliamente negativo, aunque en abril se modera un tanto, con las exportaciones cayendo más que las importaciones. Los términos de intercambio llevan años empeorando, con el precio de las exportaciones creciendo menos que los de las importaciones. En el lado positivo, hay que reconocer el alto crecimiento económico sostenido de la economía filipina, aunque en desaceleración en los próximos dos años.

Tabla 1.2.14

Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 ^(p)	2024 ^(p)	2023 ^(p)	2024 ^(p)
PIB (% a/a)	6,3	6,1	-9,5	5,7	7,6	5,1	4,9	5,0	4,2
Contribución de la demanda doméstica	8,6	6,3	-13,5	8,0	9,8	6,0	5,5	5,9	5,2
Contribución de la demanda externa	-2,3	-0,2	4,0	-2,3	-2,2	-0,9	-0,6	-0,9	-1,0
Contribución del consumo privado	4,2	4,3	-5,8	3,1	6,0	4,3	3,2	4,3	3,1
Contribución de la inversión total	3,3	1,1	-7,3	2,1	2,2	1,6	1,8	1,5	1,6
Contribución del gasto público	1,5	1,1	1,3	1,1	0,7	0,4	0,3	0,4	0,3
Consumo privado (% a/a)	5,8	5,9	-8,0	4,2	8,3	5,9	4,3	5,9	4,2
Gasto público (% a/a)	13,4	9,1	10,5	7,2	4,9	2,4	1,8	2,4	1,8
Inversión total (% a/a)	12,9	3,9	-27,3	9,8	9,7	6,8	7,7	6,7	7,0
Exportaciones (% a/a)	11,8	2,6	-16,1	8,0	10,9	0,2	3,9	0,2	3,5
Importaciones (% a/a)	14,6	2,3	-21,6	12,8	13,9	2,3	6,2	2,3	6,0

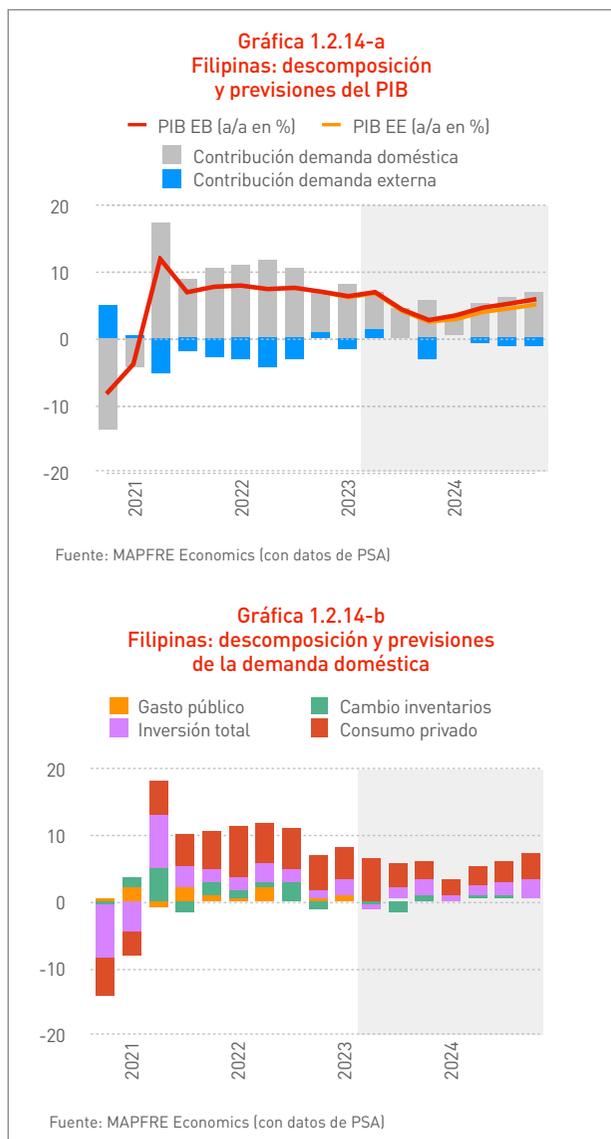
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	4,6	8,7	6,8	4,3	4,8	4,7	4,8	4,8
Inflación (% a/a, media)	5,3	2,4	2,4	3,9	5,8	5,6	2,8	5,7	3,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,1	1,4	2,9	3,6	7,9	3,3	2,6	3,3	2,5
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-3,4	-7,6	-8,6	-7,3	-6,2	-5,3	-6,2	-5,4
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.								
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,6	-0,8	3,2	-1,5	-4,4	-3,5	-4,2	-3,5	-3,7

Tipo de interés oficial (final período)	4,75	4,00	2,00	2,00	5,50	6,25	5,25	6,25	4,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,03	3,97	2,00	1,81	5,50	6,40	5,20	6,33	4,66
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,05	4,44	2,97	4,72	6,91	5,85	5,88	5,47	5,58
Tipo de cambio vs USD (final período)	52,72	50,74	48,04	50,27	56,12	57,00	53,93	57,65	54,39
Tipo de cambio vs Euro (final período)	60,37	57,01	58,94	56,93	59,86	63,70	63,61	62,01	59,67

Crédito privado (% a/a, media)	16,8	9,5	4,0	0,9	8,3	7,5	6,9	7,6	6,8
Crédito familias (% a/a, media)	14,3	12,8	11,2	-2,1	7,9	12,7	9,8	12,7	9,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.								
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	10,3	6,9	-7,9	8,2	13,4	12,2	6,1	12,1	5,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	6,4	5,0	3,4	-0,4	-2,7	-2,6	1,0	-2,6	1,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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



2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

2.1.1 Mercados globales

Las estimaciones para 2023 apuntan hacia un escenario de desaceleración económica, con un crecimiento global en el entorno del 2,6% (3,4% en 2022) y con unos datos de inflación que, aunque siguen dando síntomas de mejoría, indican que el problema no termina de estar controlado, lo que está motivando subidas de tipos de interés adicionales por parte de algunos bancos centrales y la previsión de que mantengan endurecidas las condiciones de financiación en tanto la inflación no se acerque de forma clara a sus objetivos de política monetaria. No obstante, esta desaceleración económica es menos acusada de lo que se preveía a principios de año, teniendo en cuenta el proceso acelerado de endurecimiento de las condiciones de financiación que se ha producido en el último año en las principales economías del orbe. Este contexto continúa dibujando un panorama mixto para la actividad y la rentabilidad de las entidades aseguradoras en este año, aunque se espera una nueva desaceleración económica en 2024 conforme se van trasladando a la economía real los efectos de unas condiciones financieras endurecidas y sus repercusiones en el volumen de crédito.

Por otro lado, la inflación sigue en niveles altos en muchas economías (especialmente la inflación subyacente), por lo que la rentabilidad de las

entidades aseguradoras sigue sometida a cierta presión por el encarecimiento del coste de las reclamaciones y demás gastos operativos. No obstante, la situación sigue mejorando y los mayores niveles de los tipos de interés están ayudando al desarrollo del negocio de los seguros de Vida. El sector del automóvil, de manera particular, continúa beneficiándose de la normalización de los problemas de las cadenas de suministro y de una cierta demanda embalsada, por lo que la demanda de los seguros de autos ha mejorado, si bien la persistencia de la inflación afecta su rentabilidad, y el endurecimiento de las condiciones para la financiación de la adquisición de nuevos vehículos y la desaceleración económica prevista puede pesar en la demanda durante los próximos meses. Por su parte, los seguros de salud siguen con buenas perspectivas como complemento a los sistemas sanitarios públicos, aunque enfrentando también los retos del control de costes en aumento por el efecto de las presiones inflacionistas.

Por último, es de destacar la recuperación de los mercados financieros al cierre del primer semestre del año, especialmente de la renta variable, pudiendo esperar una cierta estabilidad en los tipos de interés de política monetaria en el segundo semestre, con alguna subida adicional por parte de aquellos bancos centrales que comenzaron más tarde el proceso de endurecimiento monetario, como es el caso del Banco Central Europeo (BCE) en la Eurozona y, tras su última pausa, de la Reserva Federal en función de los datos de inflación. Otros bancos centrales que comenzaron antes con el proceso de endurecimiento monetario, como es el caso de

Brasil y México, se encuentran ya en una fase de mantenimiento de los tipos de interés en los niveles alcanzados en los meses previos, mientras va cediendo la inflación. El mejor comportamiento de los índices de renta variable (tras las caídas vividas en el año previo) y los altos niveles de los tipos de interés pueden ayudar al desarrollo de los productos de seguros de Vida ahorro y de aquellos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales pueden aprovechar la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija en la combinación de productos que se lancen al mercado.

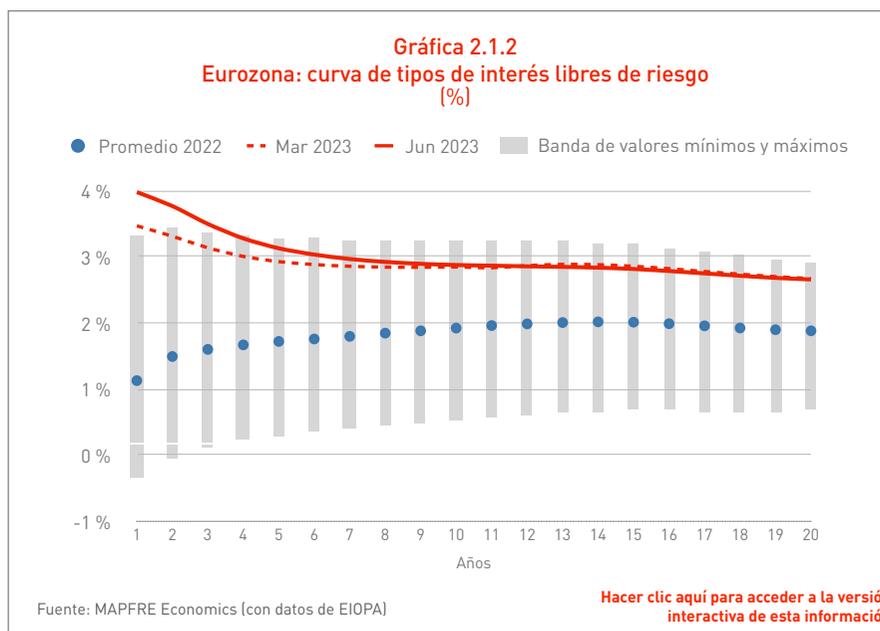
2.1.2 Eurozona

Se estima que el crecimiento económico para la Eurozona en 2023 se sitúe en el 0,6% (3,5% en 2022), lo que confirmaría una desaceleración significativa de la actividad económica en la zona, a medida que se van transmitiendo a la economía real los efectos de las subidas de tipos de interés y de la restricción del crédito asociada al endurecimiento de las condiciones de financiación. Este entorno de desaceleración en el crecimiento económico puede traducirse en menores crecimientos de las líneas de negocio más cíclicas del sector asegurador, pero las subidas de tipos de interés seguirán favoreciendo a los seguros de Vida ahorro y la mejora en la rentabilidad financiera de las carteras de inversiones, la inflación a la baja y la revisión de las tarifas aplicadas en 2023 para compensar el encarecimiento de los costes, pueden ayudar a mejorar la rentabilidad de las entidades aseguradoras, recuperando la reducción en los márgenes sufrida con el proceso inflacionista.

Por otro lado, el BCE ha continuado endureciendo su política monetaria con dos nuevas subidas de tipos de interés, de 50 puntos básicos (pbs) cada una, en los meses de mayo y junio, dejando los tipos de interés en el 4% para las operaciones principales de financiación y 3,5% para la facilidad de depósito. El mensaje es que la fase de subidas de tipos todavía no ha terminado, con unos datos de inflación que se están moderando, pero que continúan en niveles altos para el conjunto de la Eurozona,

situándose en el 5,5% en el mes de junio (6,1% en mayo), frente a una inflación promedio del año 2022 del 8,4%. En el análisis de las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) se aprecia una nueva subida de los tipos de interés en sus tramos corto y medio, lo que ha llevado a incrementar la inversión de la curva de tipos de interés libres de riesgo que presenta una pendiente negativa en todos sus tramos, especialmente los vencimientos hasta seis años (véase la Gráfica 2.1.2)⁵.

Las subidas de tipos de interés libres de riesgo siguen dibujando un panorama apropiado para el negocio de Vida ahorro, aunque la inversión de la curva de tipos sigue complicando la gestión de este negocio que tiene que adaptarse a un nuevo entorno en el que la prima por plazo es negativa, más adecuado para productos con duraciones más cortas y



renovaciones periódicas, y más complicado para los productos a más largo plazo como son las rentas vitalicias tradicionales de las entidades aseguradoras.

Es de destacar también la revalorización del índice Euro Stoxx 50, que alcanzó un 15,7% en lo que va de año hasta finales de junio y, en el mercado estadounidense, del S&P500, que se ha revalorizado un 15,5%, así como el Nasdaq Composite que lo ha hecho un 30,5%. Esta recuperación de los índices (tras las caídas vividas en el año anterior) puede favorecer el negocio de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales se pueden beneficiar, asimismo, de la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija, especialmente en los plazos más cortos de la curva, en la combinación de productos que se lancen al mercado dado el alto nivel de los índices de renta variable, cercanos a sus máximos históricos.

2.1.3 Alemania

En este informe se ha revisado a la baja la previsión de crecimiento económico para Alemania en 2023, estimándose una ligera recesión con un retroceso del PIB del -0,3% para el conjunto del año (1,9% en 2022). La moderación en el precio de la energía y la rápida normalización de las cadenas de suministro no ha sido suficiente para evitar una entrada en recesión técnica de la economía alemana en el primer trimestre del año. Una demanda más débil de la prevista, a consecuencia del endurecimiento de las condiciones de financiación, y una inflación que comienza a dar algún síntoma de moderación, pero que continúa siendo elevada (6,1% y 6,4% en los meses de mayo y junio, respectivamente, cerrando la media para el conjunto del año 2022 en el 6,9%), siguen planteando un panorama complejo para el desarrollo del negocio y rentabilidad del sector asegurador en el segmento de No Vida (a consecuencia de la alta inflación), situación que podría mejorar en 2024 con un crecimiento

económico estimado en torno al 1,0% y una moderación significativa de la inflación.

Por otro lado, tras los últimos datos de inflación y las subidas adicionales de tipos de interés implementadas por el BCE, la rentabilidad del bono soberano alemán ha seguido repuntando, especialmente en los vencimientos más cortos y, en menor medida, en los tramos largos, por lo que la pendiente de la curva de rendimientos del bono soberano alemán al final del semestre seguía siendo marcadamente negativa. Esta situación de los tipos de interés sigue dibujando un entorno propicio para el negocio de Vida ahorro con tipos de interés garantizados a plazos más cortos y renovaciones periódicas, y más complejo para los productos con tipos garantizados de mayor duración, así como para las rentas vitalicias tradicionales, por la inversión de la curva de tipos de interés libres de riesgo, aunque, en el último trimestre, ha mejorado ligeramente el entorno para este tipo de productos con tipos de interés garantizados a más largo plazo. El DAX alemán, por su parte, se ha recuperado, con una revalorización del 15,4% en la primera mitad del año, tras la caída del -12,3% en el año 2022. El buen comportamiento de la renta variable puede ayudar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales se pueden beneficiar también de la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija en la combinación de productos que se ofrezcan en el mercado.

2.1.4 Italia

La previsión para la economía italiana se ha revisado al alza en 2023, hasta el 1,2% (3,8% en 2022), y a la baja en 2024, hasta el 0,7%. Esta revisión al alza de la estimación de crecimiento para este año es consecuencia de unos indicadores económicos que continúan sorprendiendo de forma positiva, particularmente el consumo (público y privado). Sin embargo, ello se presenta en un entorno de desaceleración económica, a consecuencia del endurecimiento de las condiciones financieras por las subidas de tipos

de interés, con un nivel de inflación que, aunque continúa moderándose, sigue siendo elevado (7,6% y 6,4% en los meses de mayo y junio, frente a una inflación media del 8,2% en 2022). Esta situación económica implicará un panorama todavía complicado para el negocio y rentabilidad del sector asegurador, especialmente para el segmento de No Vida, por los altos niveles de inflación.

Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano a diez años se ha mantenido por encima del 4%, aunque la curva de deuda soberana presentaba por primera vez un tramo invertido para vencimientos entre tres y siete años al cierre del primer semestre. En cualquier caso, este entorno de tipos de interés más elevados y una curva de tipos que permite ofrecer rentabilidades en los productos a largo plazo superiores a los tipos a corto plazo (prima por plazo), continúa planteando un panorama adecuado para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. Por su parte, los mercados de renta variable han tenido un buen comportamiento en lo que va de año (tras las caídas vividas en el año previo); en particular, el FTSE MIB subió un 18,3% en el primer semestre del año. Este buen comportamiento de la renta variable puede ayudar al 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, los cuales igualmente pueden seguir aprovechando la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija en la combinación de productos que se lancen al mercado.

2.1.5 España

Las expectativas de crecimiento económico previsto para la economía española en 2023 han mejorado, hasta situarse en el 2,2% (5,5% en 2022), superando el nivel de PIB previo a la pandemia. A ello está contribuyendo el buen comportamiento del sector exterior (turismo y exportaciones) y la moderación de los precios de la energía. No obstante, continúa el proceso de endurecimiento de las condiciones financieras para los hogares y las

empresas, a pesar de que en España la inflación sigue dando claros síntomas de moderación (3,2% y 1,9% interanual en los meses de mayo y junio, respectivamente, frente a la inflación media del 8,4% de 2022). El BCE continúa transmitiendo el mensaje de que seguirá endureciendo la política monetaria, con alguna subida de tipos de interés adicional y reducciones de balance, en tanto la inflación se modere en el conjunto de la Eurozona. En particular, la situación económica española continúa dibujando un panorama de crecimiento moderado para el negocio asegurador y una mejora en las perspectivas de rentabilidad (por la menor inflación), lo que se está viendo reflejado en su comportamiento en el primer semestre del año, con crecimientos positivos por encima de la inflación en todos los grandes segmentos de negocio y buenas perspectivas para el resto del año, particularmente para el negocio de los seguros de Vida ahorro, que presenta un crecimiento en primas del 71,6% en los cinco primeros meses del año, gracias a las subidas de tipos de interés y al comportamiento de otros participantes en el mercado español de gestión del ahorro. El crecimiento económico estimado para la economía de España en 2024 es del 1,9%, lo que supone una desaceleración conforme se vayan trasladando a la economía real los efectos de las subidas de tipos de interés y la contracción del crédito, que podría verse reflejado en unos menores crecimientos del sector asegurador.

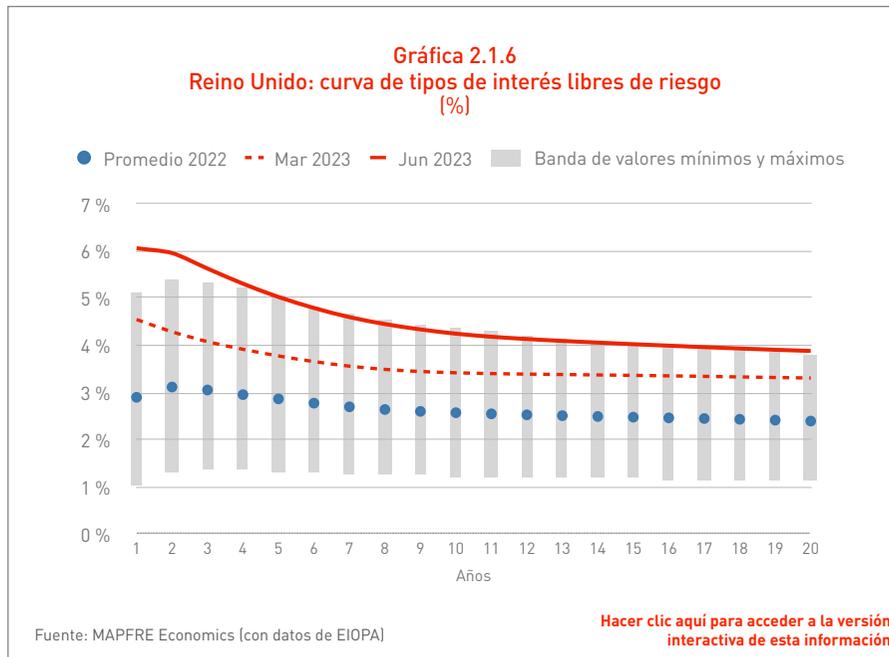
2.1.6 Reino Unido

La previsión para la economía del Reino Unido en 2023 anticipa un bajo crecimiento, con una variación del PIB en el entorno del 0,4% (4,1% en 2022), revisándose a la baja el crecimiento previsto para 2024 hasta el 0,7%, por el endurecimiento de la política monetaria adoptada por el Banco de Inglaterra ante unos datos de inflación que, a pesar de la moderación de los precios de la energía, no dan síntomas de mejoría. En cualquier caso, el panorama sigue siendo poco favorable para el desarrollo del mercado asegurador británico, especialmente para el segmento de No Vida, en un entorno de débil crecimiento económico y alta

inflación (8,7% interanual en los meses de abril y mayo, frente a una inflación media del 9,1% de 2022), lo que continúa erosionando la renta disponible de los hogares y la rentabilidad del sector asegurador, manteniéndose elevada la presión sobre los precios de los seguros.

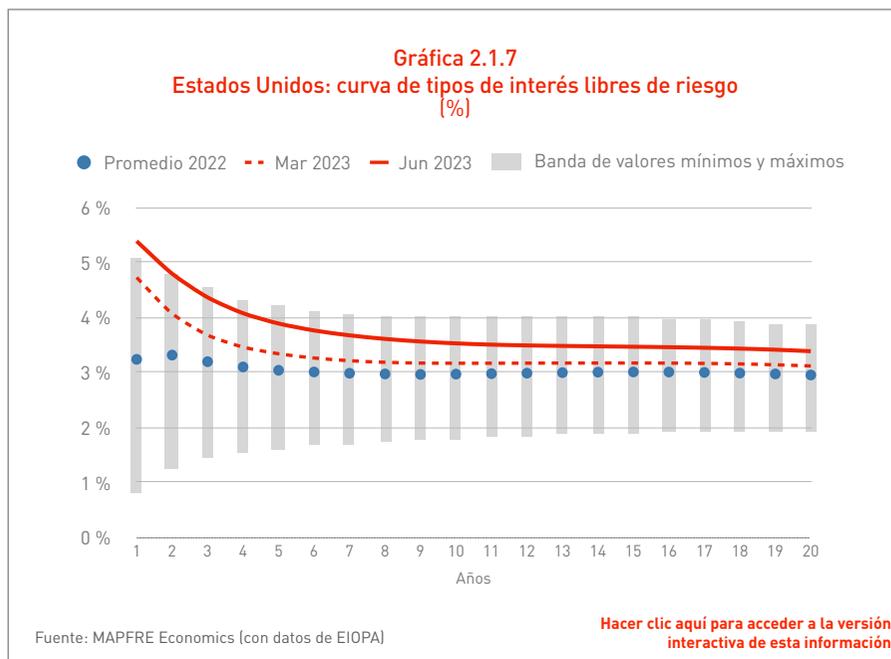
Respecto a los seguros de Vida vinculados al ahorro y las rentas vitalicias tradicionales, es de destacar que el Banco de Inglaterra ha vuelto a incrementar los tipos de interés en sus reuniones del mes de mayo y junio en 25 y 50 pbs, respectivamente, dejándolos en el 5% ante los nuevos malos datos de inflación. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del cierre del mes de junio (véase la Gráfica 2.1.6) puede apreciarse un desplazamiento ascendente de la curva, especialmente en

sus primeros tramos respecto de la del mes de marzo, con una curva que mantiene una pronunciada pendiente negativa. El alto nivel de los tipos de interés a corto plazo continúa siendo favorable para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de duraciones cortas y revisión de tipos en cada renovación, aunque menos favorables para la comercialización de rentas vitalicias con tipos de interés garantizados, en un entorno de tipos de interés reales negativos y una curva que mantiene una pendiente negativa en todos sus tramos. En cuanto a la renta variable, el FTSE 100 continúa lateralizado, a diferencia de otros grandes índices, cerrando el primer semestre con un pequeño incremento del 1,1%, aunque el buen comportamiento de los principales índices de renta variable a nivel internacional en el semestre, sigue favoreciendo la comercialización de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy arraigados en este mercado, con productos que pueden aprovechar también la mayor rentabilidad de la renta fija.



2.1.7 Estados Unidos

En este informe se han revisado al alza las previsiones de crecimiento económico para Estados Unidos en 2023, hasta el 1,3% (2,1% en 2022), rebajándose, sin embargo, las correspondientes al próximo año, con un crecimiento estimado del 0,5%, como resultado del efecto sobre la economía real del endurecimiento de las condiciones de financiación, con unos tipos de interés en niveles no vistos en los últimos quince años. El riesgo de una fuerte contracción del crédito por los problemas en los bancos medianos y pequeños en ese país, tras las quiebras del mes de marzo, no se han materializado y la inflación continúa dando síntomas de relajación (4,9% y 4,0% en los meses de abril y mayo, respectivamente, frente a una inflación media del 8,0% de 2022). A pesar del entorno de desaceleración económica, el mercado laboral y el consumo continúan fuertes, lo que sigue favoreciendo un crecimiento moderado del negocio asegurador, y la menor inflación puede ayudar a mejorar su rentabilidad.



El alto nivel de los tipos de interés contribuye también a mejorar el panorama en cuanto a la rentabilidad futura de sus carteras de inversiones.

En cuanto al entorno financiero para los seguros de Vida vinculados al ahorro, es de destacar que la Reserva Federal de los Estados Unidos, en su reunión de junio, decidió hacer una pausa en el proceso de subida de tipos de interés, manteniendo los tipos de política monetaria en un rango entre el 5% y el 5,25%, tras la subida acordada en el mes de mayo de 25 pbs, apuntando una posible subida adicional en la próxima reunión del mes de julio y el mantenimiento de una política monetaria restrictiva en tanto no existan indicios sólidos de que la inflación está controlada en

niveles cercanos a su objetivo del 2%. En la curva de tipos de interés libre de riesgo de mercado del mes de junio producida por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7), se aprecia una subida en los tipos de interés en todos los tramos de la curva, la cual gana pendiente negativa que afecta a todos sus tramos. En cualquier caso, los altos niveles de los tipos de interés libres de riesgo siguen planteando un panorama propicio para el negocio de Vida ahorro, pero la inversión de la curva de tipos sigue complicando la gestión de este negocio, que tiene que adaptarse a un nuevo entorno en el que los tipos a corto plazo son superiores a los tipos a largo (prima por plazo negativa), propicio para productos con duraciones más cortas y renovaciones periódicas, y más complejo para los productos de mayor duración y para las rentas vitalicias tradicionales.

Por otro lado, el índice S&P500 se ha revalorizado un 15,5% en lo que va de año hasta finales de junio, en tanto que el Nasdaq Composite lo ha hecho un 30,5%. Ello puede ayudar a la comercialización de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy comunes en el mercado de los Estados Unidos, los cuales, en la combinación de productos que se lancen al mercado, pueden aprovechar también la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija.

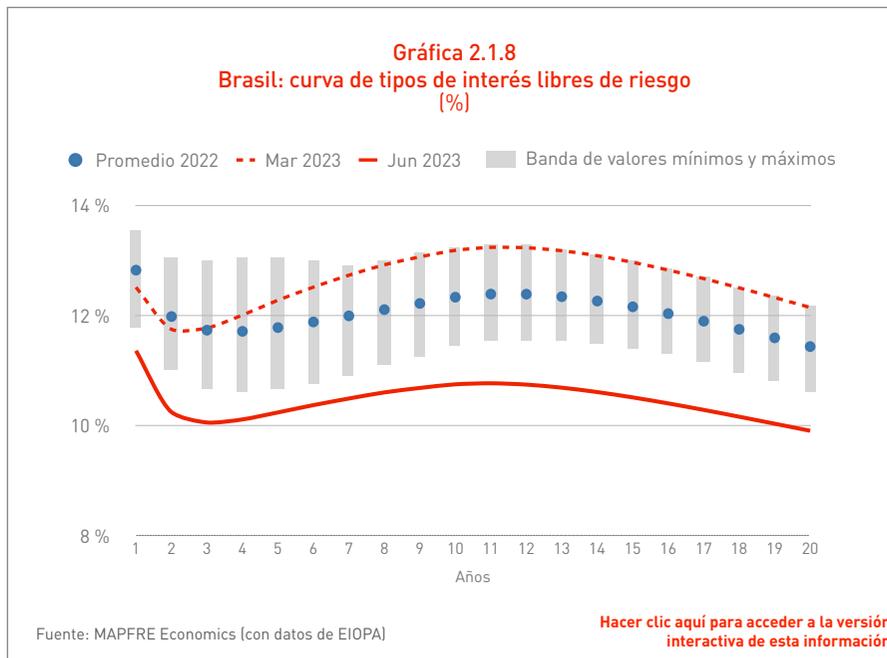
2.1.8 Brasil

La estimación del crecimiento para la economía brasileña en 2023 se ha revisado al alza, hasta el 1,8% (3,0% en 2022), por el mejor comportamiento del sector exterior y del consumo interno, aunque se prevé que la ralentización de su economía se acentúe en 2024, situándose la estimación del crecimiento económico hasta el 1,4%, en tanto se van trasladando a la economía real los efectos de los altos tipos de interés mantenidos por el banco central de Brasil en su lucha contra la inflación. El mercado asegurador, por su parte, sigue mostrando un buen comportamiento, principalmente en el segmento de No Vida, con crecimientos significativos superiores a la inflación en prácticamente

todas las líneas de negocio, y particularmente en los seguros de autos, segmento que se ha beneficiado de la normalización de las cadenas de suministro y de la moderación de los precios de la energía, impulsando la producción y las nuevas matriculaciones de vehículos. Por otro lado, los indicadores de rentabilidad del sector asegurador también mejoran, en lo que está influyendo la moderación de la inflación.

En general, el entorno de tipos de interés continúa beneficiando el desarrollo de los seguros de Vida ahorro en el mercado brasileño, tras la decisión del banco central de Brasil de mantener los tipos de interés en el 13,75% en su reunión de junio, nivel en el que se encuentran desde el mes de agosto de 2022, con una inflación ya dentro de su rango objetivo y que sigue reduciéndose (4,18% y 3,94% en los meses de abril y mayo,

respectivamente, frente a una inflación media del 9,3% de 2022), pero que continúa expuesta a riesgos al alza. Este entorno de tipos de interés reales positivos continúa siendo altamente favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, con unos tipos de interés que ofrecen rentabilidades significativamente superiores a los últimos datos de inflación. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA correspondientes al cierre del mes de junio (véase la Gráfica 2.1.8) se observa una caída en todos los tramos de la curva, presentando una pendiente negativa en sus primeros tramos, situación que sigue favoreciendo el desarrollo de productos respaldados con bonos soberanos de vencimientos cortos, muy habituales en este mercado (*Vida Gerador de Benefício Livre*, VGBL, y *Plano Gerador de Benefício Livre*, PGBL), y sigue haciendo atractiva la posibilidad de entrar en bonos con mayores duraciones.

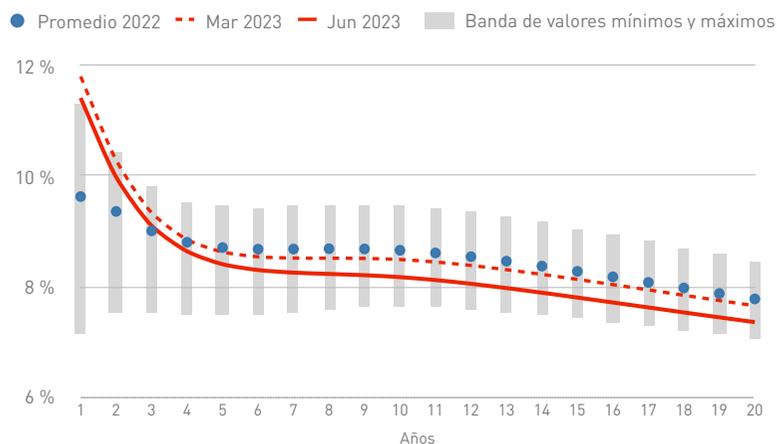


2.1.9 México

La economía mexicana está resistiendo mejor de lo previsto el endurecimiento de la política monetaria durante 2023, de la mano del consumo privado, lo que ha llevado a revisar las previsiones de crecimiento al alza en 2023, hasta el 1,8% (3,0% en 2022), con una ligera desaceleración adicional en 2024, año en el que el crecimiento económico podría situarse en torno al 1,5%. La economía se desacelera por el efecto de los altos tipos de interés (11,25%), con una inflación que sigue moderándose (6,25% y 5,84% en los meses de abril y mayo, respectivamente), todavía por encima de su rango objetivo (entre el 2% y el 4%). Esto puede llevar a una desaceleración del mercado asegurador, principalmente en el segmento de No Vida, si bien la moderación de la inflación y la elevada rentabilidad de las carteras de inversiones podrían ayudar a mejorar su rentabilidad.

Respecto al entorno de tipos de interés, el Banco de México decidió mantener el tipo de interés de referencia de la política monetaria en los

Gráfica 2.1.9
México: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

meses de mayo y junio en el 11,25%. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9), se aprecia una ligera caída en todos los tramos de la curva, la cual continúa significativamente invertida en los tramos más cortos. Este entorno de tipos de interés sigue siendo apropiado para el desarrollo de los seguros de Vida ahorro que pueden ofrecer una remuneración significativamente superior a los últimos datos de inflación. Asimismo, la inversión de la curva de tipos de interés continúa siendo favorable para el lanzamiento al mercado de productos de ahorro con garantías de tipos a plazos más cortos y revisiones periódicas de los tipos garantizados, e incluso aprovechar los niveles relativamente elevados de los tramos medios con productos con garantías de duraciones mayores.

2.1.10 Argentina

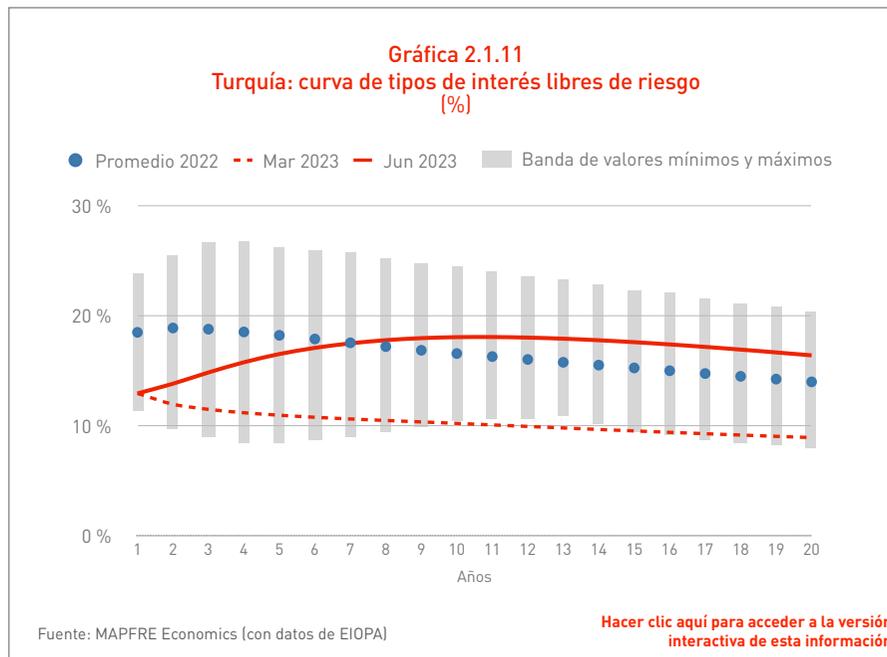
En el caso de Argentina, se han revisado a la baja las perspectivas de crecimiento económico, con un retroceso previsto del PIB en 2023 en el entorno del -1,5% (5,2% en 2022), con una inflación de tres dígitos que sigue aumentando (114,2% en el mes de mayo, frente a una inflación media de 2022 del 72,4%). Las estimaciones indican que la economía argentina podría salir de la recesión y volver a crecer ligeramente en 2024, en torno al 0,2% en 2024. Este difícil contexto económico sigue planteando un panorama muy complejo para el negocio y rentabilidad del sector asegurador.

Por otro lado, ante el repunte de la inflación, el banco central decidió incrementar el tipo de interés de referencia hasta el 97% en su reunión de junio, en un entorno de tipos de interés reales negativos. Así, el panorama es difícil para los seguros de Vida vinculados al ahorro, al no disponer en el mercado de activos financieros con una seguridad y rentabilidad suficientes para respaldar productos que puedan llegar a compensar la pérdida de poder adquisitivo provocada por la inflación.

2.1.11 Turquía

En este informe, se ha revisado ligeramente al alza la previsión en 2023 para la economía turca, con un crecimiento estimado del 1,9% (5,6% en 2022), lo que supone una situación de desaceleración económica que se prolongaría hacia 2024, en el que se prevé un crecimiento en torno al 1,5%. La inflación continúa alta, pero moderándose (39,6% en el mes de mayo, frente a una inflación media en 2022 del 72,3%). El banco central turco, en la última reunión del mes de junio, decidió cambiar la orientación de la política monetaria aplicada en las últimas reuniones (en las que mantuvo los tipos en el 8,5%, a pesar de la alta inflación) y los elevó hasta el 15%.

La desaceleración económica, más suave de lo prevista, apunta a un panorama de crecimiento en términos reales moderado para el sector asegurador, y los mejores datos de inflación pueden ayudar a mejorar su rentabilidad. Por otro lado, a pesar de la última subida de tipos de interés, el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro continuará lastrado por la situación de tipos de interés reales negativos, aunque en los últimos meses sigue reduciéndose la brecha entre la inflación y los tipos de interés nominales. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11), puede observarse una subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en todos los tramos de la curva, que pasa a presentar una pendiente positiva en los vencimientos hasta diez años, aunque los tipos de interés quedan todavía lejos de poder compensar la pérdida de poder adquisitivo



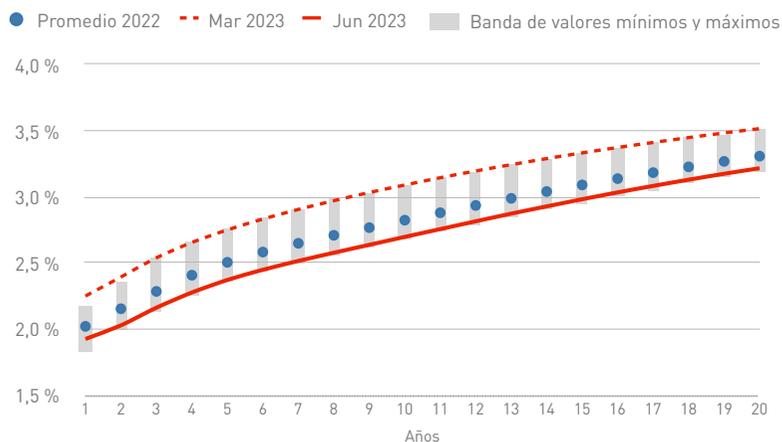
que conlleva la alta tasa de inflación, por lo que el panorama sigue siendo complejo para el negocio de los seguros de Vida ahorro en ese mercado.

2.1.12 China

El entorno de crecimiento económico esperado para la economía de China sigue siendo apropiado para el desarrollo del negocio asegurador. En este sentido, en este informe se han revisado ligeramente al alza las expectativas de crecimiento económico en China para 2023, anticipando un crecimiento del PIB real en torno al 5,3% (3,0% en 2022) y ligeramente a la baja las de 2024, año en el que se espera un crecimiento económico en torno al 4,7%, apoyada por una política monetaria acomodaticia y la moderación de los precios de la energía.

Por otro lado, la inflación en China repuntó ligeramente en el mes de mayo al 0,2% desde el 0,1% de abril, pero se sitúa en niveles relativamente bajos (la inflación media del año 2022 fue del 2,0%) permitiendo al banco central continuar aplicando una política monetaria acomodaticia, reduciendo los tipos de interés en diez puntos básicos hasta el 3,55% en su reunión de junio por primera vez en diez meses. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12), se observa una caída significativa en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en todos los tramos, situándose en torno a los valores mínimos alcanzados en el año 2022. Los tipos a largo plazo siguen significativamente por encima de los tipos a corto plazo, ofreciendo una prima por plazo positiva, lo que continúa siendo un entorno propicio para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, con una curva que permite ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto, por encima de la inflación, si bien las caídas de tipos pueden hacer que resulten menos atractivos en tanto los tomadores de seguros asuman que el mercado ofrece tipos garantizados inferiores a los que venían acostumbrados.

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

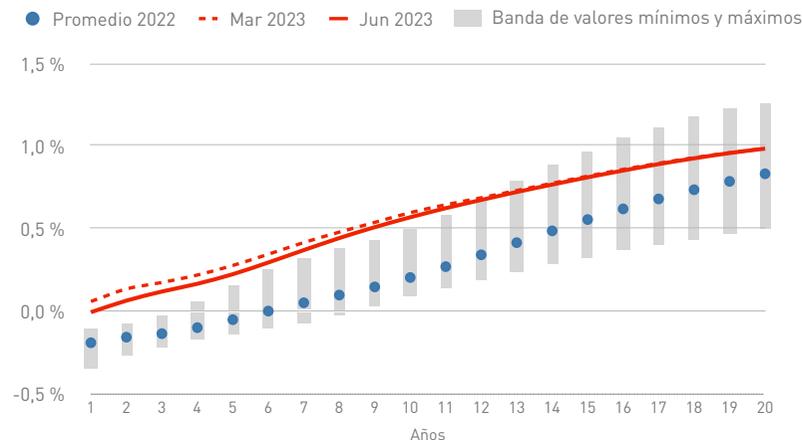
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

2.1.13 Japón

En el caso de la economía japonesa, se mantienen las expectativas en 2023 que anticipan un crecimiento del PIB en torno al 1,1% (1,0% en 2022), misma estimación que para el año próximo. Se trata de un crecimiento moderado y sostenido que permitirá alcanzar el nivel previo a la pandemia en este año, lo que genera un entorno favorable para el desarrollo del negocio asegurador, aunque la inflación se mantiene en unas tasas relativamente altas para los estándares estructurales de esa economía, lo que puede repercutir de forma negativa en su rentabilidad.

En cuanto al negocio de Vida, el Banco de Japón decidió nuevamente, en su reunión de junio, no alterar su política monetaria ultra laxa, dejando los tipos de interés a corto plazo en el -0,1% y el bono soberano a diez años en torno al 0%, a pesar de los datos de inflación (3,5% y 3,2% en los meses de abril y mayo, respectivamente, por encima de su objetivo del 2%). En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13), se observa una curva que se ha estabilizado respecto a los niveles que presentaba al cierre del anterior trimestre, con valores positivos en todos sus tramos, excepto en vencimientos hasta un año, que son negativos. La curva permite ofrecer una prima por plazo positiva, si bien por debajo de la inflación, lo cual, unido a las expectativas de que puedan subir, sigue dibujando un panorama más complejo para la gestión de este negocio.

Gráfica 2.1.13
Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

2.1.14 Filipinas

Se han revisado ligeramente al alza las expectativas económicas en 2023 para Filipinas, con un crecimiento previsto del PIB del 5,1% (7,6% en 2022), como resultado del buen comportamiento de los sectores industrial y manufacturero, con la ayuda de la moderación en los precios de la energía. Todo ello, continúa planteando un panorama favorable para el desarrollo del negocio asegurador. La inflación se ha moderado significativamente, aunque continúa en niveles altos, situándose en el 5,4% en el mes de junio (la inflación media del año 2022 fue del 5,8%), por lo que mejora el panorama para la rentabilidad de las entidades aseguradoras.

En relación con los seguros de Vida vinculados al ahorro, el Banco Central de Filipinas continúa con una política monetaria restrictiva y ha decidido mantener el tipo de referencia en sus dos últimas reuniones de mayo y junio en el 6,25%, ante la mejoría en los últimos datos de inflación. La rentabilidad del bono soberano a dos años se situaba en el 6,41% a finales de junio y el bono soberano a diez años se situaba en el 6,45%, con lo que el entorno de tipos de interés mejora significativamente para la comercialización de los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales con tipos de interés reales que entran en el terreno positivo y unos niveles altos en un entorno de inflación que muestra claros síntomas de mejoría.

2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

SFCR de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea

En el segundo trimestre de 2023, los principales grupos aseguradores de la Unión Europea (UE) han publicado su "Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia" (*Solvency and Financial Condition Report*, SFCR) correspondiente al ejercicio de 2022. Se trata del séptimo de estos

informes que han sido divulgados por dichas entidades desde que se encuentra en vigor el marco armonizado de regulación de solvencia basado en riesgos (Solvencia II) en la UE⁶.

Uno de los principales cambios que fueron introducidos por la referida normativa de solvencia europea consistió en la obligatoriedad de cálculo de un capital de solvencia obligatorio a nivel de grupo (en adelante SCR de grupo, por sus siglas en inglés, *Solvency Capital Requirement*), el cual se aplica a los grupos de entidades aseguradoras localizados en la UE. Antes de la entrada en vigor de Solvencia II, solo existía la obligación de calcular un capital regulatorio a nivel individual por parte de las entidades aseguradoras y, sobre esta base, se desarrollaba el control prudencial por parte de los supervisores nacionales. Además, se articulaba un control complementario para la supervisión de los grupos aseguradores centrado en la detección de operaciones intra-grupo que pudiesen dar lugar al doble cómputo de capitales en diversas entidades de un mismo grupo, o bien la existencia de riesgos adicionales que no resultasen visibles con el control a nivel individual. En el nuevo marco normativo aplicable al caso de los grupos aseguradores establecidos en la UE, se reproduce el esquema regulatorio basado en tres pilares que busca crear los incentivos para que no solamente las entidades aseguradoras se gestionen apropiadamente a nivel individual, sino también a nivel de los grupos de los que forman parte. De esta manera, se busca fortalecer el esquema normativo que tiene como propósito proteger los intereses de los asegurados y, al mismo tiempo, garantizar que el sector asegurador contribuya al buen desempeño económico y, por ende, a la estabilidad del sistema financiero.

Dentro del esquema aplicable a los grupos aseguradores, el Pilar 1 está orientado a la determinación de los aspectos cuantitativos que preservan la posición de solvencia del grupo, definido bajo la propia normativa de solvencia y que, por lo tanto, puede diferir del perímetro de consolidación contable. El Pilar 2, por su parte, busca mantener una adecuada gobernanza y supervisión de los grupos aseguradores, como un elemento

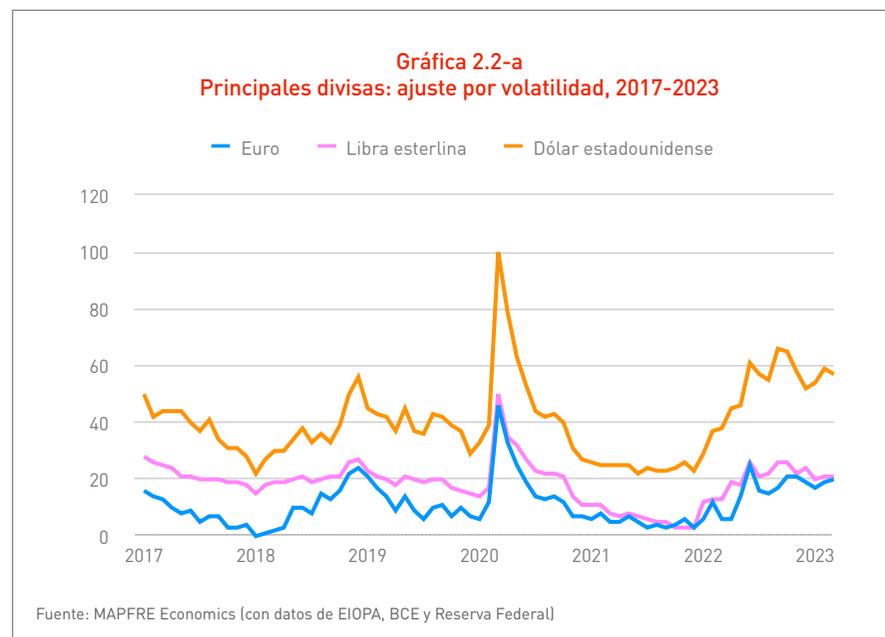
adicional que puntale su desempeño y posición de solvencia. Y, finalmente, el Pilar 3 tiene como objetivo elevar la transparencia y revelación de información de dichos grupos hacia el mercado.

De esta forma, atendiendo a la normativa aplicable al Pilar 3, los grupos aseguradores deben publicar anualmente datos acerca de su posición financiera y de solvencia, suministrando información coherente, comparable y de alta calidad al mercado mediante la divulgación del SFCR de grupo. Con este ejercicio de transparencia, la regulación busca que los agentes económicos interesados cuenten con información que les permita comprender el riesgo implícito a nivel de los diferentes grupos aseguradores y, en esa medida, estén en condiciones de valorar, desde una perspectiva agregada, las características de sus procesos de evaluación y gestión de riesgos, el nivel de suficiencia de las provisiones técnicas y fondos propios y, por tanto, su posición de solvencia.

Análisis del comportamiento de los ratios de solvencia

En este apartado se presenta un análisis del comportamiento de los ratios de solvencia de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea (UE) en 2022, incluyendo algunas comparaciones de la evolución de sus principales componentes respecto a 2021. Es importante destacar que, en este ejercicio de 2022, resulta especialmente relevante la caída en el valor de las provisiones técnicas del conjunto de grupos analizados. Ello pone de relieve el efecto que el cambio de orientación con el endurecimiento de la política monetaria en 2022 llevada a cabo por el Banco Central Europeo (BCE) y demás bancos centrales de las principales economías desarrolladas (con subidas de tipos de interés aceleradas a consecuencia del fuerte repunte de la inflación) ha tenido sobre la valoración de las provisiones técnicas a efectos de solvencia, las cuales han caído sustancialmente al descontar los flujos de los pasivos proyectados con tipos de descuento más altos, tras una situación prolongada de tipos de interés cercanos a cero e incluso negativos.

No obstante, a pesar del efecto positivo de las subidas de tipos de interés en la valoración de las provisiones técnicas, el aumento acelerado de los tipos de interés tuvo un impacto negativo en la valoración de las carteras de inversión de los grupos aseguradores. Este impacto por el lado del activo se vio amplificado por el incremento en las primas de riesgo (a consecuencia de las tensiones geopolíticas y los programas de retirada de liquidez de los bancos centrales), con un efecto neto negativo de ambos factores sobre los fondos propios de los grupos analizados, los cuales han visto reducidos, de forma prácticamente generalizada, sus ratios de solvencia respecto del año previo, aunque siguen presentando una posición sólida. Así, como se ilustra en la Gráfica 2.2-a, los ajustes de volatilidad para el cálculo de las provisiones técnicas por las carteras de inversiones en las principales divisas al cierre del ejercicio fueron



sustancialmente superiores a los del inicio del ejercicio, con un progresivo incremento a lo largo del año, a diferencia de lo sucedido en 2021, año en el que se mantuvieron bastante estables. De esta forma, una vez más, en 2022 los ajustes de volatilidad compensaron parcialmente el efecto de los repuntes de volatilidad en la posición de solvencia de los grupos aseguradores, teniendo en cuenta su naturaleza de inversores institucionales a medio y largo plazo, poniendo de relieve la importancia de este mecanismo que introdujo la normativa de Solvencia II.

Ratios de solvencia

La Gráfica 2.2-b presenta los ratios de solvencia correspondientes al ejercicio 2022 publicados por los principales grupos aseguradores de la UE, así como su comparativa respecto a los del año previo. De acuerdo con esta información, el grupo francés Covéa ve reducido su ratio de solvencia de forma significativa para situarse en 226% (frente al 351% de 2021), en buena medida por el efecto sobre su posición de solvencia derivada de la adquisición de la reaseguradora Partner RE, con lo que deja de ocupar la primera posición en el ranking de grupos europeos conforme a este criterio. Poste Vita, por su parte, pasa a ocupar la primera posición en 2022, con un ratio de solvencia del 253%, el cual también se ha visto reducido en 34,5 puntos porcentuales (pp) respecto al año previo. Destaca igualmente la caída de 41 pp en el ratio de solvencia de Crédit Agricole, que lo ubica en 204% (frente al 245% de 2021), lo que le hace retrasar siete posiciones hasta ocupar el puesto once en el ranking ordenado en función de los ratios de solvencia de los grupos analizados. De todos los grupos que integran la muestra analizada, solamente incrementaron su ratio de solvencia entre 2021 y 2022, CNP y, en menor medida, Sogecap, con un aumento de 13,0 y 0,3 pp, respectivamente.

Complementariamente, la Tabla 2.2-a presenta la información de las principales cifras financieras y de solvencia correspondientes al ejercicio 2022, declaradas por los grupos aseguradores analizados en sus respectivos reportes de SFCR. A partir de esta información, se observa

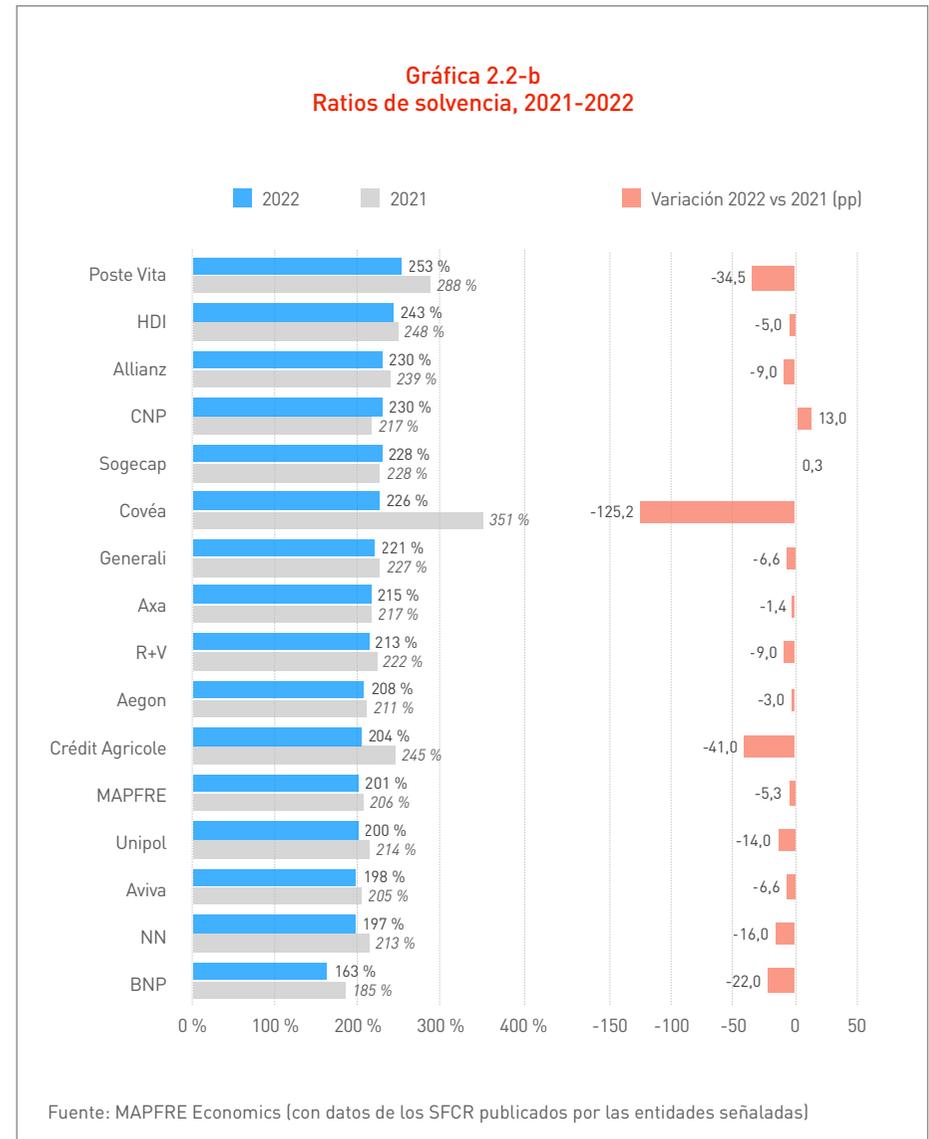


Tabla 2.2-a
Principales cifras financieras y de solvencia, 2022
(millones de euros)

	Primas	Provisiones técnicas	Fondos propios admisibles	SCR requerido	Ratio de solvencia
Allianz	145.657	544.671	89.169	38.769	230,0 %
Axa	99.615	444.468	58.483	27.170	215,2 %
Generali	81.538	367.100	46.421	21.050	220,5 %
HDI	53.432	113.082	27.041	11.121	243,2 %
Aviva	36.340	276.283	21.086	10.664	197,7 %
CNP	36.007	323.945	36.380	15.803	230,2 %
Crédit Agricole	33.663	296.870	27.295	13.403	203,6 %
MAPFRE	24.540	26.921	9.235	4.591	201,2 %
BNP	23.920	196.448	15.822	9.717	162,8 %
Aegon	21.745	139.479	16.332	7.844	208,2 %
Covéa	21.466	71.582	28.143	12.464	225,8 %
R+V	18.985	87.098	15.918	7.484	212,7 %
Poste Vita	17.572	133.029	12.805	5.056	253,3 %
Sogecap	14.758	134.858	9.679	4.241	228,2 %
Unipol	13.843	53.815	9.192	4.591	200,2 %
Nationale Nederlanden	13.641	130.835	17.822	9.040	197,1 %
Total	656.722	3.340.486	440.823	203.009	217,1 %

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

que las primas totales en ese año para el conjunto de los grupos aseguradores de la UE incluidos en la muestra que sirve de base para este análisis ascendieron a 656,7 millardos de euros (649,8 millardos de euros en 2021), en tanto que las provisiones técnicas se situaron en 3,3 billones de euros (frente a 4 billones de euros en 2021). Se trata, como antes se indicó, de una caída en el valor de las provisiones técnicas del conjunto de grupos analizados del -16,6%, lo que pone de relieve el efecto que el endurecimiento de la política monetaria llevada a cabo por el BCE y demás bancos centrales de las principales economías desarrolladas en 2022 (con subidas de tipos de interés aceleradas a consecuencia del fuerte repunte de la inflación), ha tenido sobre la valoración de las provisiones técnicas a efectos de solvencia, las cuales han caído al descontar los flujos de los pasivos proyectados con tipos de descuento más altos.

No obstante, como antes se apuntaba, a pesar del efecto positivo de las subidas de tipos de interés en la valoración de las provisiones técnicas, las subidas de tipos tuvieron un impacto negativo en la valoración de las carteras de inversión de los grupos aseguradores analizados, el cual se vio amplificado por el incremento en las primas de riesgo (a consecuencia de las tensiones geopolíticas y los programas de retirada de liquidez de los bancos centrales), con un efecto neto negativo de ambos factores sobre los fondos propios de los grupos analizados a nivel agregado. De esta forma, los fondos propios totales de la muestra se situaron en 440,8 millardos de euros (489,2 millardos de euros en 2021), en tanto que el SCR agregado sumó 203,0 millardos de euros (213,5 millardos de euros en 2021). Lo anterior, dio como resultado un relativo empeoramiento del ratio de solvencia agregado de la muestra, el cual se situó en el 217,1% (frente al 229,2% de 2021); en cualquier caso, holgadamente superior a los requerimientos mínimos de capital exigidos por la normativa de Solvencia II.

Métodos de cálculo del SCR

La información relativa al método empleado por los grupos aseguradores considerados en este reporte para efectos del cálculo del SCR en 2022 se presenta en la Tabla 2.2-b. Conforme a esta información, de los 16 grupos analizados, 7 de ellos (CNP, Crédit Agricole, BNP, Sogecap, Poste, Covéa y R+V) emplearon la *fórmula estándar*, en tanto que los 9 restantes (Allianz, Axa, Generali, RSA, Aviva, HDI, Aegon, MAPFRE y Nationale Nederlanden) utilizaron diferentes modalidades de *modelos internos*. En general, los grupos que realizan algún tipo de modelización interna han optado por aplicar modelos internos parciales, combinando el cálculo de la fórmula estándar para determinados módulos con modelos internos para determinadas categorías de riesgos, con la sola excepción de HDI que emplea un modelo interno completo. De igual forma, puede señalarse que la mayor parte de los modelos internos que se emplean se concentran en los riesgos financieros (de mercado y de crédito) y de suscripción, y cinco de ellos utilizaron el ajuste de volatilidad dinámico en sus respectivos modelos (Axa, Allianz, HDI, Aviva y Aegon).

Fondos propios admisibles

La Tabla 2.2-c presenta la información relativa a la calidad de los fondos propios admisibles de los que dispusieron los diferentes grupos aseguradores considerados en este análisis para cubrir sus requerimientos de capital. De acuerdo con esta información, a nivel agregado, el 85,9% de los fondos propios admisibles eran de máxima calidad o Tier 1, en tanto que el 12,4% se catalogó como Tier 2, y el 1,7% restante correspondía al nivel Tier 3, sin apenas variaciones respecto a la estructura de calidad observada el año anterior. Desde el punto de vista de este análisis, destacan los grupos R+V y Covéa, para los cuales los fondos propios admisibles de máxima calidad eran del 100% y del 98%, respectivamente.

Tabla 2.2-b
Métodos de cálculo del SCR, 2022

	Fórmula estándar	Modelos Internos Parciales				
		Mercado	Crédito	Suscripción	Operacional	Otros
Allianz		✓	✓	✓	✓	✓
Axa		✓	✓	✓	✓	✓
Generali		✓	✓	✓	✓	
Aviva		✓	✓	✓	✓	✓
HDI		✓	✓	✓	✓	✓
Crédit Agricole	✓					
CNP	✓					
BNP	✓					
Aegon		✓	✓	✓	✓	✓
MAPFRE				✓		
R+V	✓					
Covéa	✓					
Sogecap	✓					
Nationale Nederlanden		✓	✓	✓	✓	✓
Unipol		✓	✓	✓		
Poste Vita	✓					

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

Tabla 2.2-c
Calidad de los fondos propios admisibles, 2022

	Fondos propios admisibles	Tier 1		Tier 1r		Tier 2		Tier 3	
		miles de euros	(%)	miles de euros	(%)	miles de euros	(%)	miles de euros	(%)
Allianz	89.169.194	73.179.019	82,1 %	5.465.461	6,1 %	9.297.390	10,4 %	1.227.325	1,4 %
Axa	58.482.858	40.674.449	69,5 %	5.704.369	9,8 %	11.414.102	19,5 %	689.938	1,2 %
Generali	46.421.023	38.563.305	83,1 %	1.703.595	3,7 %	5.787.967	12,5 %	393.156	0,8 %
CNP	36.380.277	28.910.965	79,5 %	2.596.073	7,1 %	3.806.152	10,5 %	1.067.087	2,9 %
Covéa	28.142.995	27.400.844	97,4 %	220.341	0,8 %	521.810	1,9 %		
Crédit Agricole	27.294.623	21.573.001	79,0 %	1.813.516	6,6 %	3.862.597	14,2 %	45.509	0,2 %
HDI	27.041.268	23.201.855	85,8 %	349.951	1,3 %	3.170.033	11,7 %	319.429	1,2 %
Aviva	21.085.875	14.866.465	70,5 %	1.068.507	5,1 %	4.816.600	22,8 %	334.303	1,6 %
Nationale Nederlanden	17.821.988	12.922.969	72,5 %	1.715.680	9,6 %	2.273.695	12,8 %	909.644	5,1 %
Aegon	16.332.013	11.762.356	72,0 %	1.822.078	11,2 %	2.195.500	13,4 %	552.079	3,4 %
R+V	15.918.386	15.904.319	99,9 %	522	0,0 %	13.545	0,1 %		
BNP	15.821.739	10.626.294	67,2 %	1.401.327	8,9 %	2.627.138	16,6 %	1.166.980	7,4 %
Poste Vita	12.804.895	10.064.015	78,6 %	727.630	5,7 %	2.013.250	15,7 %		
Sogecap	9.678.583	7.411.865	76,6 %	870.060	9,0 %	1.377.439	14,2 %	19.219	0,2 %
MAPFRE	9.235.240	7.670.080	83,1 %			1.022.280	11,1 %	542.880	5,9 %
Unipol	9.192.007	7.611.958	82,8 %	1.133.922	12,3 %	425.048	4,6 %	21.079	0,2 %
TOTAL	440.822.964	352.343.760	79,9 %	26.593.033	6,0 %	54.624.546	12,4 %	7.288.627	1,7 %

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

Con el propósito de complementar esta información, las Gráficas 2.2-c, 2.2-d y 2.2-e presentan una comparativa del importe de los fondos propios admisibles de los distintos grupos aseguradores considerados en el análisis, en relación con algunas magnitudes relevantes del balance y del negocio (activos, provisiones técnicas y primas), así como las variaciones registradas en esas referencias relativas con respecto a 2021. Con relación a la comparación entre fondos propios y activos, destacan los casos de Covéa, MAPFRE y HDI, con una proporción del 26,5%, 20,7% y 16,0%, respectivamente. Por lo que toca a la relación entre los fondos propios y las provisiones técnicas, las primeras tres posiciones son ocupadas también por Covéa, MAPFRE y HDI, con una proporción del 39,3%, 34,3% y 23,9%, en cada caso. Finalmente, en la relación entre fondos propios y primas, destacan Covéa, Nationale Nederlanden y CNP, las cuales presentan coeficientes del 131,1%, 130,7% y 101,0%, respectivamente.

Impacto de las medidas transitorias y de ajuste

Respecto al análisis del nivel de los ratios de solvencia de los grupos aseguradores considerados en esta muestra, un aspecto relevante tiene que ver con el efecto derivado de las medidas transitorias y de ajuste que fueron introducidas en la Directiva de Solvencia II con el propósito de aliviar el potencial perjuicio para el negocio derivado de la existencia de carteras de productos con garantías a largo plazo. Este grupo de medidas establecieron un régimen transitorio amplio para la entrada en vigor completa de Solvencia II, el cual considera la naturaleza de inversores institucionales a largo plazo que tienen las entidades aseguradoras y sus grupos, lo que les permite hacer frente a volatilidades de los mercados financieros, con incrementos de los *spreads* de mercado, sin necesidad de realizar ventas forzadas (ajuste por volatilidad) y la adecuada gestión de riesgos activos-pasivos (ajuste por casamiento).

En este sentido, las medidas adoptadas por la Directiva de Solvencia II fueron las siguientes. Primero, la *medida transitoria de provisiones*

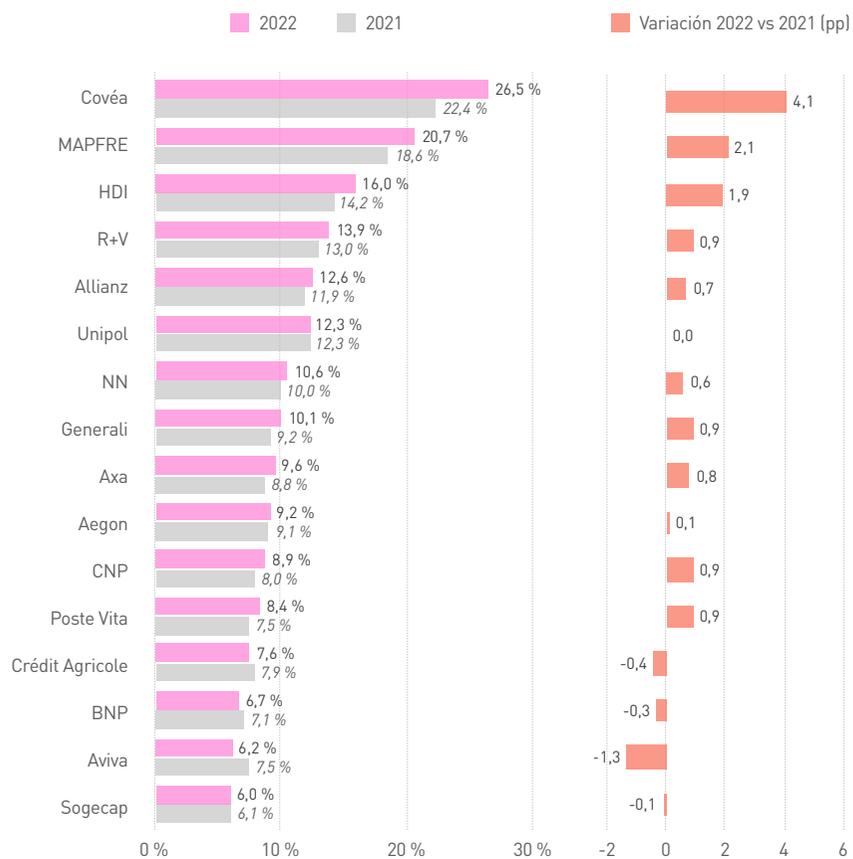
técnicas, la cual permite diferir gradualmente la diferencia existente entre la provisión técnica estimada bajo los parámetros de Solvencia II y la calculada conforme a las anteriores normas de Solvencia I, en un plazo inicial de 16 años, hasta el 1 de enero de 2032 (habiendo transcurrido ya siete años)⁷. Dicho régimen está permitiendo una transición suave hacia los requisitos del nuevo sistema, para los que decidan hacer uso de este. Cabe señalar que, en 2022, los grupos aseguradores Allianz, Aviva, Generali, MAPFRE, Nationale Nederlanden, R+V y HDI aplicaron las medidas transitorias en el cálculo de su ratio de solvencia de grupo. Segundo, la *medida de ajuste por volatilidad* que permite corregir el tipo de interés de descuento de las provisiones técnicas para amortiguar los efectos de volatilidades puntuales en los diferenciales de las carteras de inversiones. Y, por último, la *medida de ajuste por casamiento entre activos y pasivos*, la cual permite, cumpliendo ciertos requisitos, ajustar la curva de descuento de las provisiones técnicas a aquellas entidades que mantienen activos de renta fija a vencimiento con similares duraciones a sus pasivos y, por tanto, no se encuentran expuestas a las oscilaciones de mercado de los diferenciales de los referidos activos.

Las antes referidas medidas transitorias y de ajuste tienen un diferente efecto sobre el nivel de los fondos propios admisibles y el SCR y, en consecuencia, sobre el ratio de solvencia de los grupos aseguradores. La dimensión de este impacto en cada caso tiene que ver, entre otros factores, con la estructura de la cartera de riesgos de cada grupo asegurador y con las características de su proceso de gestión de riesgos. Estos efectos fueron dados a conocer por cada uno de ellos en la publicación del SFCR respectivo, y se presentan en las Tablas 2.2-d y 2.2-e. Asimismo, dichos impactos se ilustran, junto con su variación respecto a 2021, en las Gráficas 2.2-f y 2.2-g.

Peso relativo de los componentes del SCR

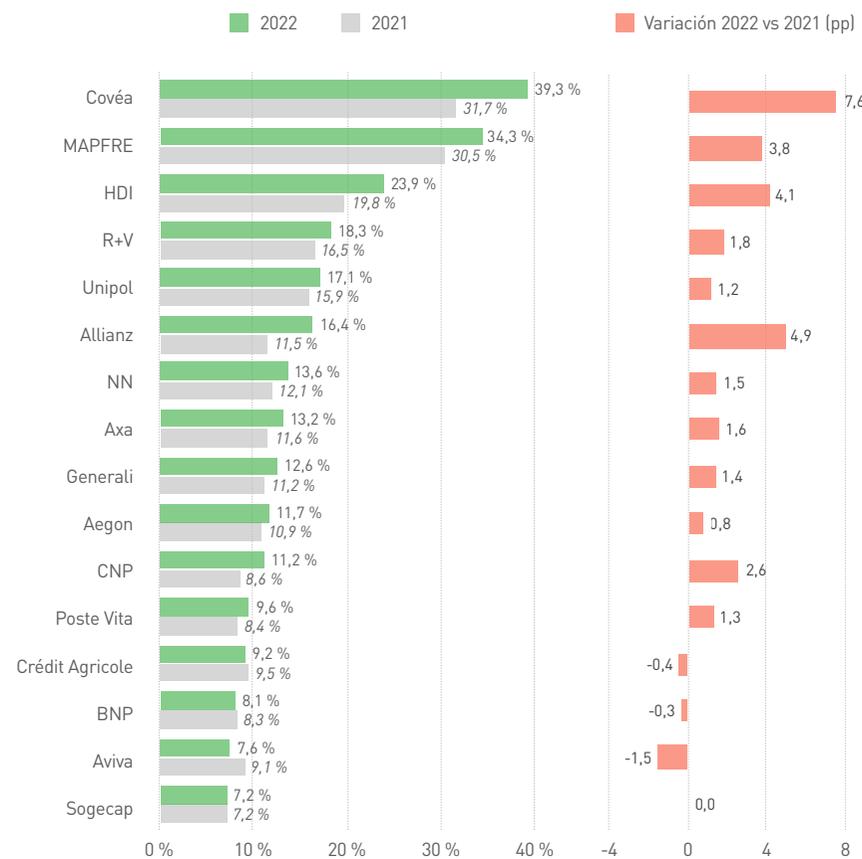
Las Gráficas 2.2-h y 2.2-i ilustran la composición agregada de los distintos módulos y demás componentes del SCR en 2022 para los grupos

Gráfica 2.2-c
Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2022 y variación vs 2021

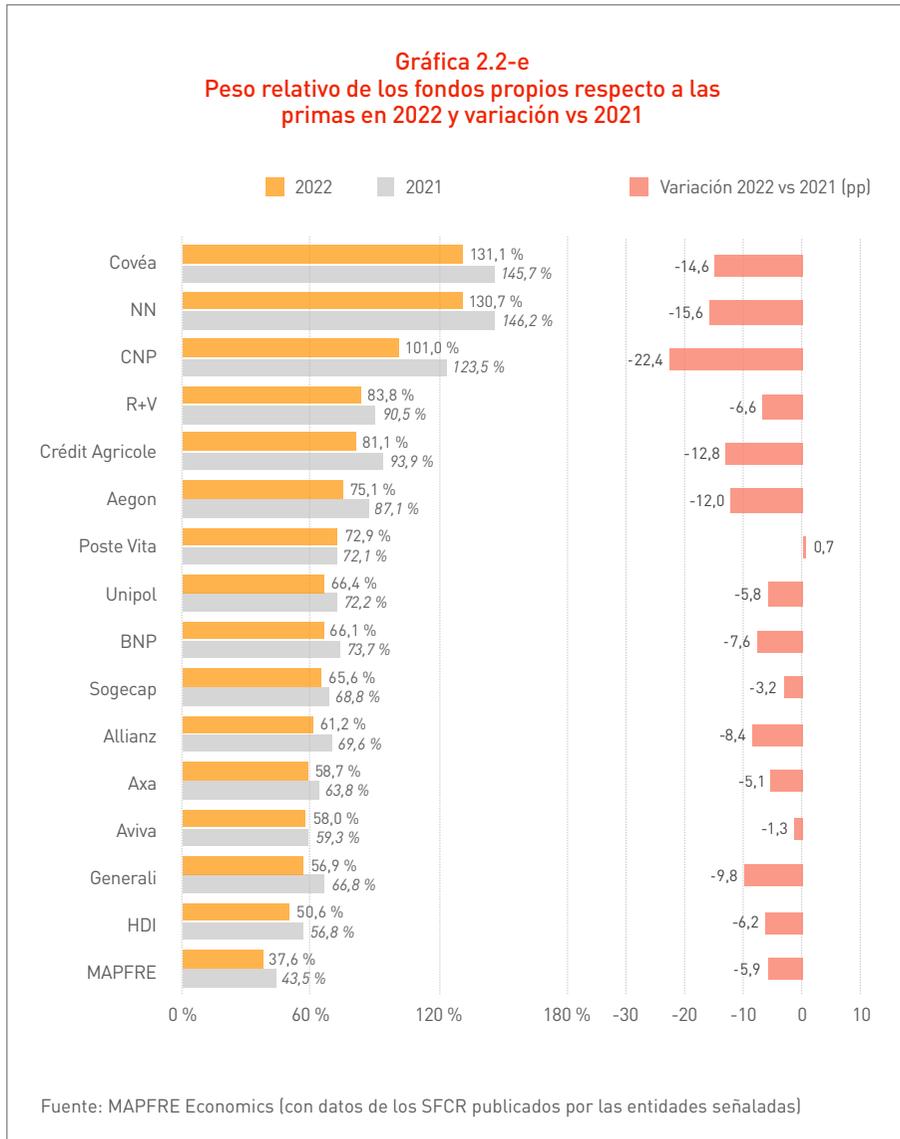


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-d
Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2022 y variación vs 2021



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



aseguradores analizados en este reporte, distinguiendo entre aquellos que calculan el SCR a partir del empleo de la *fórmula estándar* y los que utilizan diferentes modalidades de modelos internos para ese propósito. Para el caso de los grupos aseguradores que calculan el SCR empleando la fórmula estándar (Gráfica 2.2-h), se observa que, entre 2021 y 2022, se registró un aumento significativo en el peso relativo del módulo de riesgo de suscripción (+21,0 pp) y una reducción correlativa de los módulos de riesgo de mercado (-20,1 pp) y, en menor medida, de riesgo de crédito (-0,9 pp). Cabe señalar que este aumento del riesgo de suscripción proviene principalmente del riesgo de suscripción de Vida y, particularmente, del riesgo de rescates. Asimismo, para este subconjunto de grupos aseguradores, se registra una reducción del efecto positivo de la diversificación (-6,2 pp) con relación al observado el año previo. Finalmente, respecto a 2021, se observa un mayor beneficio relativo derivado de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos, que representan una reducción del 63,2% frente al 50,5% del año previo (-12,7 pp).

Por otra parte, en lo relativo al subconjunto compuesto por los grupos aseguradores que emplean diferentes modalidades de *modelos internos* (Gráfica 2.2-i), se observa que, entre 2021 y 2022, se presentó una ligera reducción en el peso relativo del componente de riesgo de mercado (-0,8 pp) y de riesgo de crédito (-0,2 pp), mientras que el componente de riesgo de suscripción registra un aumento respecto al año previo (+1,0 pp). Asimismo, en este subconjunto se registró, en 2022, un aumento de los beneficios derivados de la diversificación (-0,9 pp, lo que implica una mayor reducción del requerimiento de capital), así como un aumento del peso del riesgo operacional (+1,6 pp). Finalmente, respecto al efecto de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas y de los impuestos diferidos, es conveniente recordar que en el caso de los grupos aseguradores que aplican modelos internos, dicha métrica está mostrando solo el efecto de los ajustes que han sido modelizados, pero no incorporados a otros componentes del SCR.

Tabla 2.2-d
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste
sobre los fondos propios, 2022
(miles de euros)

	Fondos propios admisibles	Efecto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Efecto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Efecto en fondos propios por el ajuste por casamiento
Allianz	89.169.194	-11.295.581	702.743	
Axa	58.482.858		-1.710.982	
Generali	46.421.023	-92.389	-1.176.255	
CNP	36.380.277		-464.572	
Covéa	28.142.995		-208.313	
Crédit Agricole	27.294.623		614.011	
HDI	27.041.268	-3.594.681	112.709	
Aviva	21.085.875	-2.503.252	-89.381	-5.446.324
Nationale Nederlanden	17.821.988	-95.663	-1.419.139	
Aegon	16.332.013		-570.645	-15.681
R+V	15.918.386	-4.632.909	40.693	
BNP	15.821.739		-177.682	
Poste Vita	12.804.895		-391.511	
Sogecap	9.678.583		-310.071	
MAPFRE	9.235.240	-448.150	-37.800	-200.930
Unipol	9.192.007		-170.544	

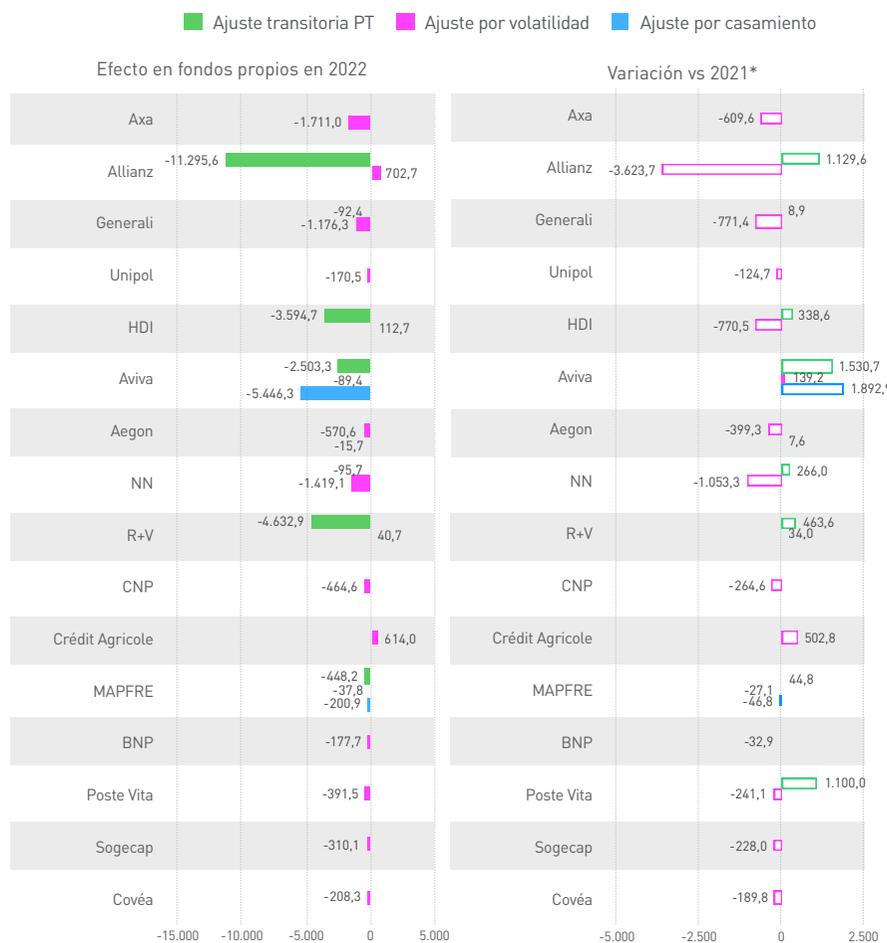
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Tabla 2.2-e
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste
sobre el SCR, 2022
(miles de euros)

	SRC requerido	Efecto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Efecto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Efecto en fondos propios por el ajuste por casamiento
Allianz	38.769.154		3.377.945	
Axa	27.170.224		5.023.471	
Generali	21.050.098		6.447.098	
CNP	15.803.240		301.105	
Crédit Agricole	13.402.766		-105.763	
Covéa	12.463.688		74.496	
HDI	11.120.882	119.001	1.943.644	
Aviva	10.664.052	588.966	204.131	5.229.795
BNP	9.717.258		-89.114	
Nationale Nederlanden	9.040.198		1.024.736	
Aegon	7.843.550		653.972	28.291
R+V	7.484.356	314.662	52.048	
Poste Vita	5.055.992		135.944	
Unipol	4.591.379		49.965	
MAPFRE	4.591.130	450	-420	-74.830
Sogecap	4.241.342		27.732	

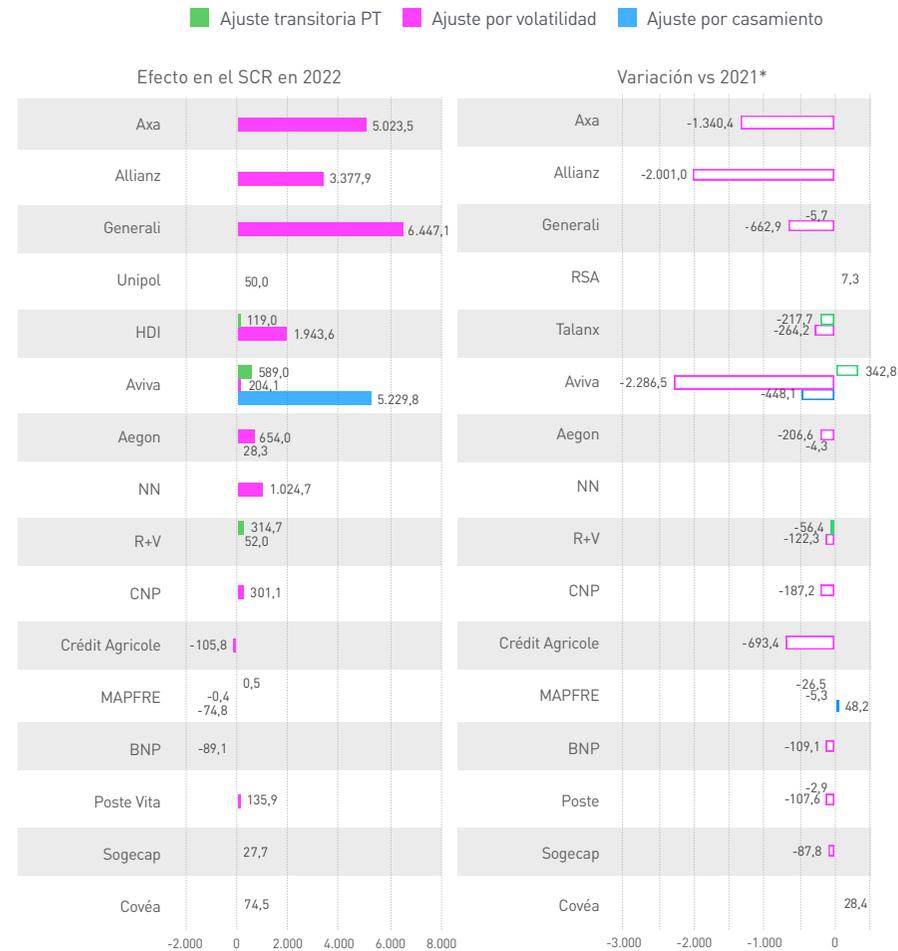
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-f
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2022
 (millones de euros)



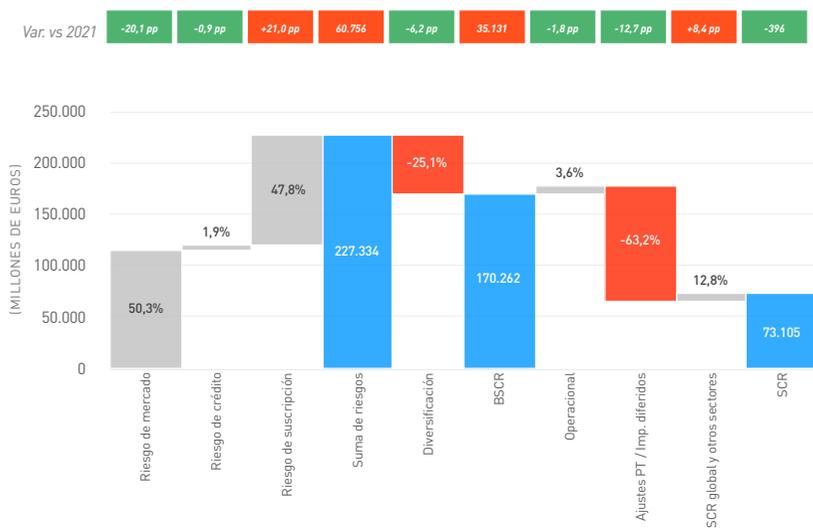
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)
 * La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

Gráfica 2.2-g
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2022
 (millones de euros)



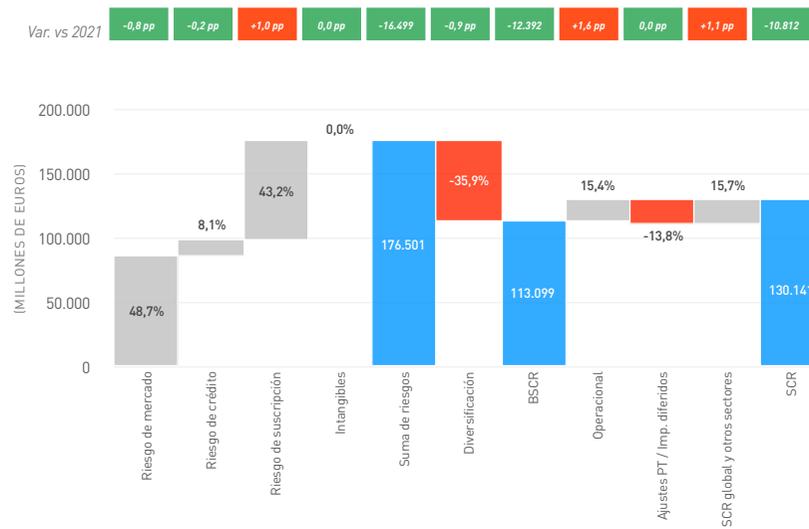
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)
 * La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

Gráfica 2.2-h
Peso relativo de los distintos componentes del SCR
para grupos que emplean la fórmula estándar en 2022 y variación vs 2021
 (millones de euros y porcentajes)



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

Gráfica 2.2-i
Peso relativo de los distintos componentes del SCR
para grupos que emplean modelos internos parciales en 2022 y variaciones vs 2021
 (millones de euros y porcentajes)



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

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	2,3	-2,8	5,9	2,1	1,3	0,5	2,3	-2,8	5,9	2,1	1,2	-0,4
Eurozona	1,6	-6,2	5,3	3,5	0,6	1,0	1,6	-6,2	5,3	3,5	0,5	0,8
Alemania	1,1	-4,1	2,6	1,9	-0,3	1,0	1,1	-4,1	2,6	1,9	-0,4	0,8
Francia	1,9	-7,7	6,4	2,5	0,5	0,7	1,9	-7,7	6,4	2,5	0,4	0,5
Italia	0,5	-9,0	7,0	3,8	1,2	0,7	0,5	-9,0	7,0	3,8	1,1	0,4
España	2,0	-11,3	5,5	5,5	2,2	1,9	2,0	-11,3	5,5	5,5	2,1	0,8
Reino Unido	1,6	-11,0	7,6	4,1	0,4	0,7	1,6	-11,0	7,6	4,1	0,4	0,4
Japón	-0,4	-4,3	2,2	1,0	1,1	1,1	-0,4	-4,3	2,2	1,0	0,8	0,6
Mercados emergentes	3,6	-1,8	6,9	4,0	4,1	3,8	3,6	-1,8	6,9	4,0	3,8	3,3
América Latina	0,2	-6,8	7,0	4,0	1,2	1,4	0,2	-6,8	7,0	4,0	1,0	0,7
México	-0,2	-8,2	4,9	3,0	1,8	1,5	-0,2	-8,2	4,9	3,0	1,7	0,5
Brasil	1,2	-3,6	5,3	3,0	1,8	1,4	1,2	-3,6	5,3	3,0	1,7	0,7
Argentina	-2,0	-9,9	10,4	5,2	-1,5	0,2	-2,0	-9,9	10,4	5,2	-1,8	-0,4
Colombia	3,2	-7,3	11,0	7,3	1,0	1,9	3,2	-7,3	11,0	7,3	0,2	1,4
Chile	0,7	-6,3	11,9	2,5	-0,4	1,9	0,7	-6,3	11,9	2,5	-0,7	1,6
Perú	2,3	-11,0	13,4	2,7	1,5	2,9	2,3	-11,0	13,4	2,7	1,4	2,9
Emergentes europeos¹	2,5	-1,6	7,3	0,8	1,2	2,5	2,5	-1,6	7,3	0,8	1,0	2,1
Turquía	0,8	1,9	11,4	5,6	1,9	1,5	0,8	1,9	11,4	5,6	1,7	1,1
Asia Pacífico	5,9	1,6	8,0	3,3	5,2	4,7	5,9	1,6	8,0	3,3	4,9	4,2
China	6,0	2,2	8,5	3,0	5,3	4,7	6,0	2,2	8,5	3,0	4,9	4,2
Indonesia	5,0	-2,1	3,7	5,3	4,5	4,9	5,0	-2,1	3,7	5,3	4,4	4,2
Filipinas	6,1	-9,5	5,7	7,6	5,1	4,9	6,1	-9,5	5,7	7,6	5,0	4,2
Mundo	2,8	-2,8	6,3	3,4	2,6	2,3	2,8	-2,8	6,3	3,4	2,4	1,7

Fuente: MAPFRE Economics

¹Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

[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)					
	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,8	1,3	4,7	8,0	4,1	2,9
Eurozona	1,2	0,3	2,6	8,4	5,0	1,0
Alemania	1,4	0,6	3,0	6,9	5,5	1,7
Francia	1,1	0,5	1,6	5,2	5,1	2,6
Italia	0,6	-0,1	1,9	8,2	5,8	1,9
España	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,4	2,5
Reino Unido	1,8	0,9	2,6	9,1	7,8	3,0
Japón	0,5	0,0	-0,2	2,5	2,8	1,0
Mercados emergentes	5,1	5,2	5,9	9,8	8,6	6,5
América Latina	7,7	6,3	11,6	14,7	13,3	9,0
México	3,6	3,4	5,7	7,9	5,7	4,0
Brasil	3,7	3,2	8,3	9,3	5,0	4,3
Argentina	53,5	42,0	48,4	72,4	120,0	97,9
Colombia	3,5	2,5	3,5	10,2	11,5	5,6
Chile	2,3	3,0	4,5	11,6	7,9	3,3
Perú	2,1	1,8	4,0	7,9	6,9	3,8
Emergentes europeos ¹	6,7	5,4	9,6	27,9	19,7	13,2
Turquía	15,2	12,3	19,6	72,3	46,4	29,5
Asia Pacífico	2,9	2,5	1,0	2,2	2,5	2,3
China	2,9	2,5	0,9	2,0	1,4	2,3
Indonesia	2,8	2,0	1,6	4,2	4,0	2,4
Filipinas	2,4	2,4	3,9	5,8	5,6	2,8
Mundo	3,5	3,2	4,7	8,7	7,0	4,9

	Escenario Estresado (EE)					
	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,8	1,3	4,7	8,0	4,5	3,2
Eurozona	1,2	0,3	2,6	8,4	5,2	1,2
Alemania	1,4	0,6	3,0	6,9	5,2	1,2
Francia	1,1	0,5	1,6	5,2	5,3	2,8
Italia	0,6	-0,1	1,9	8,2	5,9	2,2
España	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,9	2,8
Reino Unido	1,8	0,9	2,6	9,1	8,0	3,3
Japón	0,5	0,0	-0,2	2,5	3,0	1,1
Mercados emergentes	5,1	5,2	5,9	9,8	9,2	7,1
América Latina	7,7	6,3	11,6	14,7	13,7	9,4
México	3,6	3,4	5,7	7,9	5,9	4,2
Brasil	3,7	3,2	8,3	9,3	5,1	4,5
Argentina	53,5	42,0	48,4	72,4	132,0	104,0
Colombia	3,5	2,5	3,5	10,2	12,1	5,9
Chile	2,3	3,0	4,5	11,6	8,0	3,0
Perú	2,1	1,8	4,0	7,9	7,0	3,4
Emergentes europeos ¹	6,7	5,4	9,6	27,9	20,3	13,9
Turquía	15,2	12,3	19,6	72,3	46,8	32,0
Asia Pacífico	2,9	2,5	1,0	2,2	2,9	2,3
China	2,9	2,5	0,9	2,0	1,5	2,2
Indonesia	2,8	2,0	1,6	4,2	4,1	2,6
Filipinas	2,4	2,4	3,9	5,8	5,7	3,0
Mundo	3,5	3,2	4,7	8,7	7,4	5,4

Fuente: MAPFRE Economics

¹Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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)					
	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,92	0,93	1,52	3,88	3,28	2,81
Eurozona	0,32	-0,19	0,32	3,39	2,69	2,46

Escenario Estresado (EE)					
2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
1,92	0,93	1,52	3,88	2,83	2,41
0,32	-0,19	0,32	3,39	2,59	2,33

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

[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)					
	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
USD-EUR	0,89	0,81	0,88	0,94	0,89	0,85
EUR-USD	1,12	1,23	1,13	1,07	1,12	1,18
GBP-USD	1,32	1,36	1,35	1,20	1,30	1,37
USD-JPY	109,12	103,54	115,00	132,65	135,36	126,46
USD-CNY	6,99	6,52	6,35	6,90	7,00	6,48

Escenario Estresado (EE)					
2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
0,89	0,81	0,88	0,94	0,93	0,91
1,12	1,23	1,13	1,07	1,08	1,10
1,32	1,36	1,35	1,20	1,26	1,27
109,12	103,54	115,00	132,65	132,25	124,78
6,99	6,52	6,35	6,90	7,08	6,53

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

[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)					
	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,25
Eurozona	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25
China	3,25	3,00	3,00	2,75	2,50	3,00

Escenario Estresado (EE)					
2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
1,75	0,25	0,25	4,50	5,75	4,50
0,00	0,00	0,00	2,50	4,75	3,50
3,25	3,00	3,00	2,75	2,50	2,75

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 5 julio 2023.

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

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: cuellos de botella	14
Gráfica 1.1.1-b	Global: índice de precios de materias primas	14
Gráfica 1.1.1-c	Economías seleccionadas: índice de precios al productor	15
Gráfica 1.1.1-d	Global: volumen de comercio	15
Gráfica 1.1.1-e	Global: inflación global vs mercados emergentes	15
Gráfica 1.1.1-f	Economías seleccionadas: inflación subyacente	15
Gráfica 1.1.1-g	Economías seleccionadas: PMIs	16
Gráfica 1.1.1-h	Economías seleccionadas: ahorro	16
Gráfica 1.1.1-i	Global: índice de deuda con tipos de interés negativos	24
Gráfica 1.1.1-j	Economías seleccionadas: balance de los bancos centrales (G4)	24
Gráfica 1.1.1-k	Economías seleccionadas: tipos de interés terminales	24
Gráfica 1.1.1-l	Global: niveles de volatilidad	24
Gráfica 1.1.1-m	Economías seleccionadas: PMIs manufactureros	25
Gráfica 1.1.1-n	Economías seleccionadas: diferenciales de tipos de interés 2-10 años	26
Gráfica 1.1.1-o	Economías seleccionadas: masa monetaria (M2)	26
Gráfica 1.1.2-a	Global: perspectivas de crecimiento e inflación y contribución por regiones	27
Gráfica 1.1.2-b	Estados Unidos: pérdidas no realizadas de bancos	28
Gráfica 1.1.2-c	Estados Unidos: estándares de crédito	28
Gráfica 1.1.2-d	Eurozona: indicadores de crecimiento económico y crédito	28
Gráfica 1.1.2-e	Global: precios del gas	29
Gráfica 1.1.2-f	China: PMIs	29
Gráfica 1.1.2-g	China: impulso crediticio y commodities	30
Gráfica 1.1.2-h	América Latina: cuenta corriente de la balanza de pagos	30

Gráfica 1.1.2-i Mercados emergentes seleccionados: evolución de divisas 31

Gráfica 1.1.2-j Mercados desarrollados: PMIs 31

Gráfica 1.1.2-k Mercados emergentes: PMIs 31

Gráfica 1.1.2-l Flujos de inversiones de cartera hacia mercados emergentes 32

Gráfica 1.1.2-m Economías seleccionadas: probabilidades de recesión 32

Gráfica 1.1.4 Balance de riesgos a corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales 34

Gráfica 1.2.1-a Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB 41

Gráfica 1.2.1-b Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 41

Gráfica 1.2.2-a Eurozona: descomposición y previsiones del PIB 43

Gráfica 1.2.2-b Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 43

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 Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB 52

Gráfica 1.2.6-b Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 52

Gráfica 1.2.7-a Japón: descomposición y previsiones del PIB 54

Gráfica 1.2.7-b Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 54

Gráfica 1.2.8-a Turquía: descomposición y previsiones del PIB 56

Gráfica 1.2.8-b Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 56

Gráfica 1.2.9-a México: descomposición y previsiones del PIB 58

Gráfica 1.2.9-b México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 58

Gráfica 1.2.10-a Brasil: descomposición y previsiones del PIB 60

Gráfica 1.2.10-b Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 60

Gráfica 1.2.11-a Argentina: descomposición y previsiones del PIB 62

Gráfica 1.2.11-b Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 62

Gráfica 1.2.12-a China: descomposición y previsiones del PIB 64

Gráfica 1.2.12-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 64

Gráfica 1.2.13-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB 66

Gráfica 1.2.13-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 66

Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB	68
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	68
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	70
Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo	73
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	74
Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	75
Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	76
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	77
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	78
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	78
Gráfica 2.2-a	Principales divisas: ajuste por volatilidad, 2017-2023	80
Gráfica 2.2-b	Ratios de solvencia, 2021-2022	81
Gráfica 2.2-c	Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2022 y variación vs 2021	86
Gráfica 2.2-d	Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2022 y variación vs 2021	86
Gráfica 2.2-e	Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2022 y variación vs 2021	87
Gráfica 2.2-f	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2022	89
Gráfica 2.2-g	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2022	89
Gráfica 2.2-h	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean la fórmula estándar en 2022 y variación vs 2021	90
Gráfica 2.2-i	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean modelos internos parciales en 2022 y variaciones vs 2021	90

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	41
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	43
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	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	52
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	54
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	56
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	58
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	60
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	62
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	64
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	66
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	68
Tabla 2.2-a	Principales cifras financieras y de solvencia, 2022	82
Tabla 2.2-b	Métodos de cálculo del SCR, 2022	83
Tabla 2.2-c	Calidad de los fondos propios admisibles, 2022	84
Tabla 2.2-d	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2022	88
Tabla 2.2-e	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2021	88
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto	91
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	92
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	93
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	93
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	93

Recuadros

Recuadro 1.1.1	Actualización de política monetaria	17
----------------	---	----

Referencias

1/ Véase: MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023: perspectivas hacia el segundo trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

2/ Véase: *2023 Federal Reserve Stress Test Results*, en: <https://www.federalreserve.gov/publications/files/2023-dfast-results-20230628.pdf>

3/ El TTF holandés llegó a alcanzar los 250 dólares, en su equivalencia en barriles de petróleo, en tanto que el precio del Brent, la referencia mundial del petróleo, se apoyaba en precios dentro de rango medio de los últimos años (75 dólares el barril al contado, y por debajo de 70 en la curva de futuros).

4/ La última decisión de la OPEC de disminuir más de un millón de barriles por día data de abril.

5/ La Gráfica 2.1.2 muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2022, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de marzo y junio de 2023. Como en otros informe, estas curvas pueden visualizarse para otros meses y divisas en el gráfico interactivo que puede consultarse a través del acceso que se indica en la parte inferior de cada gráfica.

6/ Los Informes sobre la Situación Financiera y Solvencia (SFCR) correspondientes al año 2022 que sirvieron de base para la preparación de este informe, fueron consultados, en su oportunidad, en los siguientes enlaces:

Allianz: https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/investor-relations/en/results-reports/sfcr/2023/en-Allianz-Group-SFCR-2022.pdf

Axa: https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com/08a76734-1071-4a91-8bd4-2aabd901549a_AXA_SA_SFRC_FY22_VA.pdf

CNP: <https://www.cnp.fr/en/cnp/content/download/10950/file/SFCR-CNP-Assurances-Groupe-20230405-EN.pdf>

Generali: https://www.generali.com/doc/jcr:ef20c7ab-9d97-4037-881d-d225d9acf3a1/Group%20SFCR%202022%20ENG_.pdf/lang:en/Group_SFRC_2022_ENG_.pdf

Crédit Agricole: <https://www.ca-assurances.com/previewPDF/31472/CAA%20-%20RN%20-%20SFCR%202022.pdf>

Aviva: <https://static.aviva.io/content/dam/aviva-corporate/documents/investors/pdfs/regulatoryreturns/2022/31%20Dec%2022%20Aviva%20plc%20Group%20SFCR.pdf>

BNP: https://www.bnpparibascardif.com/c/document_library/get_file?uuid=01a968d7-3a3a-8a9b-08a8-34cc911faa2f&groupId=348001

Aegon: <https://www.aegon.com/sites/default/files/file/2023-05/aegon-group-sfcr-2022.pdf>

Poste Vita: https://www.poste.it/files/1476586704112/RelazioneUnicaSolvibilita_CondizioneFinanziaria_31122022.pdf

Sogecap: https://www.assurances.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/%E2%80%A2VF_SOGECAP_RSSF_2022_03.pdf

HDI: <https://www.talanx.com/media/Files/investor-relations/pdf/geschaeftsberichte/risikoberichte/2022-SFCR-HDI-GRUPPE-EN.pdf>

R+V: <https://www.ruv.de/dam/jcr:41b53b1f-9f4a-497b-b856-6e3b7f7945ac/2022-SFCR-Gruppe.pdf>

Covéa: https://www.covea.com/sites/default/files/2023-05/sfcr_covea_2022.PDF

Nationale Nederlanden: <https://www.nn-group.com/article-display-on-page-no-index/nn-group-solvency-and-financial-condition-report-2022.htm>

Unipol: https://www.unipol.it/sites/corporate/files/document_attachments/sfcr_ug_2022_en.pdf

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/media/accionistas/2022/2022-sfcr-grupo-mapfre.pdf>

Y los correlativos a 2021, contra los cuales se comparan los datos, fueron consultados en los enlaces siguientes:

Allianz: https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/investor-relations/en/results-reports/sfcr/2022/en-Allianz-Group-SFCR-2021.pdf

Axa: https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com/671c9b43-1d97-4f94-b64c-ff4150dfa8ec_axa_sfcr_2021_va.pdf

CNP: <https://www.cnp.fr/en/cnp/content/download/10431/file/CNP-Assurances-SFCR-Groupe-2021-EN.pdf>

Generali: https://www.generali.com/doc/jcr:b69ae136-4c01-443c-a141-db6d8b68c623/SFCR%20GRUPPO%202021%20ENG.pdf/lang:en/SFCR_GRUPPO_2021_ENG.pdf

Crédit Agricole: https://www.ca-assurances.com/previewPDF/26596/CAA%20-%20SFCR_2021_FR.pdf

Aviva: <https://static.aviva.io/content/dam/aviva-corporate/documents/investors/pdfs/regulatoryreturns/2021/31%20Dec%2021%20Aviva%20plc%20Group%20SFCR.pdf>

BNP: https://www.bnpparibascardif.com/c/document_library/get_file?uuid=201104b1-4b10-b7e3-dbd0-53ba4c64edb8&groupId=348001

Aegon: <https://www.aegon.com/contentassets/db4477ad6df34e1fa80a1cf928169d4f/2021-sfcr-aegon-group.pdf>

Poste Vita: https://www.poste.it/files/1476561715657/RelazioneUnicaSolvibilita_CondizioneFinanziaria_31122021.pdf

Sogecap: https://www.assurances.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/SFCR_SOGECAP_2021_VF.pdf

Talanx: <https://www.talanx.com/media/Files/investor-relations/pdf/geschaeftsberichte/risikoberichte/2021-SFCR-HDI-GRUPPE-EN.pdf>

R+V: <https://www.ruv.de/dam/jcr:cae3f48d-41ec-4fcb-be19-458be4184770/2021-SFCR-Gruppe.pdf>

Covéa: https://www.covea.eu/sites/default/files/2022-06/sfcr_covea_2021_synthese_bilingue_anglais_italien.pdf

Nationale Nederlanden: <https://www.nn-group.com/nn-group/file?uuid=b20d6f94-e5ba-4e0f-a0fc-1cfffabd1540&owner=84c25534-c28a-4a64-9c78-5cc1388e4766&contentid=11878>

Unipol: https://www.unipol.it/sites/corporate/files/document_attachments/sfcr_ug_2021_en.pdf

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/media/accionistas/2022/2021-sfcr-grupo-mapfre.pdf>

7/ Cabe señalar que la *medida transitoria de provisiones técnicas* solo resulta aplicable a las carteras existentes en el momento de entrada en vigor del nuevo sistema de Solvencia II, el 1 de enero de 2016.

Otros informes de MAPFRE Economics

MAPFRE Economics (2023), *Mercados inmobiliarios y sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2022), *El mercado español de seguros en 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2022), *Ahorro global tras la pandemia e inversiones del 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), *GIP-MAPFRE 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

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

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

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

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

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

AVISO

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

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

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

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

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid