



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2023:  
PERSPECTIVAS HACIA  
EL CUARTO TRIMESTRE

**MAPFRE** Σeconomics



**Panorama económico  
y sectorial 2023:  
perspectivas hacia  
el cuarto 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 cuarto trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

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

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

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

© De esta edición:

2023, Fundación MAPFRE

Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid

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

Noviembre, 2023.

## MAPFRE Economics

### **Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

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

### **Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

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

### **Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

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

### **José Brito Correia**

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

### **Begoña González García**

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

### **Isabel Carrasco Carrascal**

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

### **Fernando Mateo Calle**

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

### **Rafael Izquierdo Carrasco**

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

### **Eduardo García Castro**

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

### **Johannes Ricardo Rojas Díaz**

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

**Alfonso Herrero de Egaña Sánchez-Robles**

**Javier Calle Romero**

**Miguel Sánchez Cano**

**Natalia Bernal García**

**Pablo Carmona Priego**

**Sofía Peña González**



# Contenido

<b>Resumen ejecutivo</b> .....	9
<b>1. Panorama económico</b>	
1.1 El panorama económico global .....	11
1.1.1 Entorno económico global en un contexto de ajuste geopolítico ....	11
1.1.2 Perspectivas y dinámicas regionales .....	23
1.1.3 Escenarios y previsiones .....	27
1.1.4 Balance de riesgos .....	35
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	38
1.2.1 Estados Unidos .....	38
1.2.2 Eurozona .....	40
1.2.3 España .....	43
1.2.4 Alemania .....	45
1.2.5 Italia .....	47
1.2.6 Reino Unido .....	49
1.2.7 Japón .....	51
1.2.8 Turquía .....	53
1.2.9 México .....	55
1.2.10 Brasil .....	57
1.2.11 Argentina .....	59
1.2.12 China .....	61
1.2.13 Indonesia .....	63
1.2.14 Filipinas .....	65

<b>2. Panorama sectorial</b>	
2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora .....	67
2.1.1 Mercados globales .....	67
2.1.2 Eurozona .....	68
2.1.3 Alemania .....	69
2.1.4 Italia .....	70
2.1.5 España .....	71
2.1.6 Reino Unido .....	71
2.1.7 Estados Unidos .....	72
2.1.8 Brasil .....	73
2.1.9 México .....	74
2.1.10 Argentina .....	75
2.1.11 Turquía .....	75
2.1.12 China .....	76
2.1.13 Japón .....	77
2.1.14 Filipinas .....	77
2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión ...	78

<b>Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas</b> .....	83
<b>Índice de gráficas, tablas y recuadros</b> .....	87
<b>Referencias</b> .....	91



# Resumen ejecutivo

## Panorama económico y sectorial 2023: perspectivas hacia el cuarto trimestre

### Panorama económico

Los amortiguadores del crecimiento económico global han seguido siendo, de una parte, el consumo privado, impulsado tanto por los remanentes del ahorro acumulado como por la fortaleza generalizada del empleo y, de otra, las amplias fuentes de apoyo fiscal. En cuanto a la inflación, la trayectoria descendente de los precios se ha seguido consolidando de la mano de la normalización de las cadenas de suministro, de efectos base de los precios de la energía, y de cierto paso hacia una desaceleración más amplia en los componentes de la cesta. Con ello, el ciclo de endurecimiento monetario global ha pasado a presentar una situación más equilibrada entre el nivel de actividad económica y la dinámica de los precios, aunque sujeto a un entorno cada vez más desafiante y tensionado por el lado de la geopolítica.

De cara a futuro, se espera que las manufacturas sigan deprimidas, con la actividad industrial aún lejos de estabilizarse. Mientras tanto, los servicios apuntan hacia una pérdida de dinamismo, acercándose a una mayor sincronía con las manufacturas y mostrando menores capacidades para trasladar aumentos de costes al cliente final. A su vez, se espera que el consumo experimente una moderación progresiva, y que, en líneas generales, refuerce la idea de que los efectos de la política monetaria

comienzan a surtir efecto con sus principales pilares. Primero, el ahorro acumulado se considera prácticamente agotado en gran parte de las economías, proporcionando escaso margen de maniobra. Segundo, y aunque el vínculo entre el crecimiento de la producción y el empleo parece ser más débil en este ciclo por la escasez relativa de mano de obra, la oferta laboral se espera más equilibrada en el futuro. Por último, el impulso que ha venido proporcionando la política fiscal comenzará a retirarse en 2024, en sincronía con el ciclo de endurecimiento monetario.

En materia de inflación, se espera que esta continúe a la baja y que los efectos del precio del petróleo muestren más incidencia sobre la demanda (al deprimir el consumo) que sobre los precios, controlando con ello aumentos sostenidos de los mismos. De igual forma, las dinámicas de inflación presentan de fondo una serie de divergencias que hacen compleja tanto la generalización de un comportamiento homogéneo, como el establecimiento de una fórmula única para combatirla (con herramientas tanto fiscales como monetarias). En este marco, y por lo que respecta a la política monetaria, la determinación de alcanzar el máximo cíclico sigue todavía siendo imprecisa y no concluyente, dada la incertidumbre en torno a las variables antes mencionadas, y sumada a la potencial crisis por el lado energético que podría derivar de una escalada del conflicto en Oriente Medio.

A este escenario, se suman una serie de divergencias regionales crecientes, distintos momentos cíclicos y diferentes formas de aplicar las

herramientas económicas al alcance, lo que expone una brecha de vulnerabilidades y márgenes de actuación muy desiguales. Además, la línea de fondo se mantiene sometida a un elevado nivel de incertidumbre, con una resiliencia que se va quedando sin puntos de apoyo, riesgos por el lado de la inflación tanto propios como ajenos a las propias variables macroeconómicas, y dudas en cuanto al espacio y efectividad de la política monetaria.

### Panorama sectorial

Las estimaciones de crecimiento global apuntan hacia un entorno de desaceleración económica en el que los mecanismos de transmisión de la política monetaria a la economía real están comenzando a mostrar sus efectos con más fuerza, con una contracción del crédito, un debilitamiento de los mercados laborales y claros síntomas de moderación en la inflación. Ello plantea un panorama para la actividad aseguradora de menores crecimientos en el volumen de negocio que afectará a sus líneas de negocio más cíclicas y vinculadas al crédito, como los seguros de Autos o los de Vida riesgo, si bien se espera una mejora en su rentabilidad, a medida que se materialicen las revisiones al alza de las primas de seguros para adaptarlas a la inflación, se moderen los crecimientos de los costes y se mantenga el apoyo de los ingresos financieros por las subidas de los tipos de interés.

Por su parte, los mayores niveles de los tipos de interés están ayudando al desarrollo del negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro. Los mensajes de los principales bancos centrales apuntan a que el fin del ciclo de subidas de tipos podría haber llegado, pero el conflicto abierto en Oriente Medio ha vuelto a introducir incertidumbre respecto a la dinámica de los precios, lo que podría llevar a los bancos centrales a fortalecer su lucha contra la inflación si se produce un nuevo repunte en los precios de la energía. Algunos bancos centrales que comenzaron antes con el proceso de endurecimiento monetario, como es el caso de Brasil, ya ha comenzado a reducir su tasa de interés de referencia, y en otros casos,

como el de México, se están manteniendo los tipos de interés en los niveles alcanzados en los meses previos mientras va cediendo la inflación. Este entorno de tipos de interés reales positivos en niveles altos por más tiempo, seguirá apoyando el desarrollo del negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias, aunque la desaceleración económica prevista puede derivar en unos crecimientos inferiores a los experimentados en algunos mercados en los últimos meses.

En cuanto a los mercados financieros, el repunte de las rentabilidades de los bonos soberanos y corporativos de mayores duraciones ha vuelto a provocar correcciones en sus valoraciones a la baja, lo que se suma a la corrección que ya arrastraban del año previo por el endurecimiento de la política monetaria. La renta variable, por su parte, ha sufrido también correcciones, perdiendo gran parte de las ganancias obtenidas en la primera mitad del año. Estas últimas correcciones, sumadas al aumento de la volatilidad, introducen cierta incertidumbre que puede afectar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, si bien surgen oportunidades para la comercialización de nuevas emisiones que amplíen la composición de los activos de referencia hacia un mayor peso de la renta fija en la combinación de productos que se ofrezcan en el mercado.

Por otro lado, las correcciones en los mercados financieros podrían afectar los ratios de solvencia del sector asegurador, pero el alto nivel de capitalización y el marco de gestión de riesgos, específicamente de las entidades aseguradoras de la Unión Europea, permiten absorber estas correcciones gracias a los altos ratios de solvencia del sector, como ponen de relieve los últimos informes de estabilidad financiera de las autoridades europeas de supervisión. En cualquier caso, estos informes avisan que debe vigilarse de cerca y tenerse en cuenta, en la gestión del riesgo, el impacto sobre las instituciones financieras y los participantes en el mercado de los fuertes aumentos de los tipos de interés oficiales y de las potenciales subidas repentinas de las primas de riesgo, así como un potencial repunte en el riesgo de crédito, entre otros factores.

# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global

### 1.1.1 Entorno económico global en un contexto de ajuste geopolítico

A lo largo del último trimestre, el entorno global ha seguido dominado por una dinámica que combina, por una parte, una inflación a la baja y, por la otra, una resiliencia en la actividad económica más extendida de lo inicialmente previsto. Ello ha configurado un escenario más equilibrado entre actividad y precios para el resto de 2023, en detrimento de un 2024 que plantea tanto menores opciones de un nuevo repunte inflacionario como más probabilidades de enfrentar un crecimiento económico más deficiente y con menos puntos de apoyo. Esta imagen general evidencia que la problemática de la inflación se hace cada vez más pequeña en espejo retrovisor, al tiempo que los tipos de interés reales positivos son cada vez más frecuentes, extendiéndose a lo largo de toda la curva de rendimientos y permitiendo a los principales bancos centrales transmitir la sensación de que la política monetaria también ha alcanzado, o está cerca de alcanzar, su punto máximo. Si bien esta es la panorámica general, las divergencias entre las distintas economías y regiones se vuelven cada vez más amplias, en medio de un escenario geopolítico desafiante, en el que destaca el ataque de Hamás a Israel, el cual conlleva el riesgo de reacción más amplia en Oriente Medio, y sus

perturbaciones, por el lado de oferta, podrían suponer un nuevo desafío macroeconómico a nivel global.

Atendiendo a la dinámica de la actividad económica, los amortiguadores del crecimiento han seguido siendo, de una parte, el consumo privado, impulsado tanto por los remanentes del ahorro acumulado como por la fortaleza generalizada del empleo y, de otra, las amplias fuentes de apoyo fiscal. Ambas variables probablemente hayan sido infravaloradas a lo largo del año. En el caso del consumo privado, en términos de la capacidad de gasto por quintiles de ingreso (por lo que se refiere al ahorro acumulado) y de la insensibilidad de los mercados laborales al endurecimiento monetario global y, tratándose de las fuentes de apoyo fiscal, por la capacidad y expansión de los paquetes de gasto de los gobiernos, pilar relevante en las economías desarrolladas, cuya insostenibilidad comienza a advertirse tanto en las nuevas emisiones como bajo el prisma de las primas por plazo.

Por el lado de la inflación, la trayectoria descendente de los precios se ha seguido consolidando de la mano de la normalización de las cadenas de suministro, de efectos base de los precios de la energía, y de cierto paso hacia una desaceleración más amplia en los componentes de la cesta. No obstante, la reducción del ritmo inflacionario no ha terminado de alcanzar el grado deseado en términos tanto de tasa presente como de inflación esperada, superando en ambos momentos el objetivo marcado por los diferentes bancos centrales y constatando que la

política económica aún debe de ejercer un contrapeso frente a multitud de factores coyunturales y a diferentes grados de sensibilidad a los tipos de interés, así como a factores estructurales que surgieron a raíz de la pandemia, como son la transición energética, la desglobalización, la escasez relativa de mano de obra, el proteccionismo de recursos y el mayor protagonismo de la política fiscal.

En este punto, la dicotomía entre actividad económica y precios con la que comenzó el ciclo de endurecimiento monetario global ha pasado presentar una situación más equilibrada entre ambas variables, aunque sujeta a un entorno cada vez más desafiante y tensionado por el lado de la geopolítica. En términos de actividad, tanto los elevados niveles de endurecimiento alcanzados como la incertidumbre en torno al impacto efectivo de los rezagos, sugieren que las probabilidades de *shock* de demanda siguen siendo elevadas. Al mismo tiempo, por el lado de la inflación, si bien la senda configurada hasta la fecha es positiva, existe el riesgo de un obstáculo adicional con el repunte de los precios de la energía ante el actual conflicto de Oriente Medio, evidenciando la posibilidad de que el riesgo de hacer demasiado poco siga vigente y, con ello, que el estado actual del ciclo monetario no se pueda considerar como cercano a su finalización.

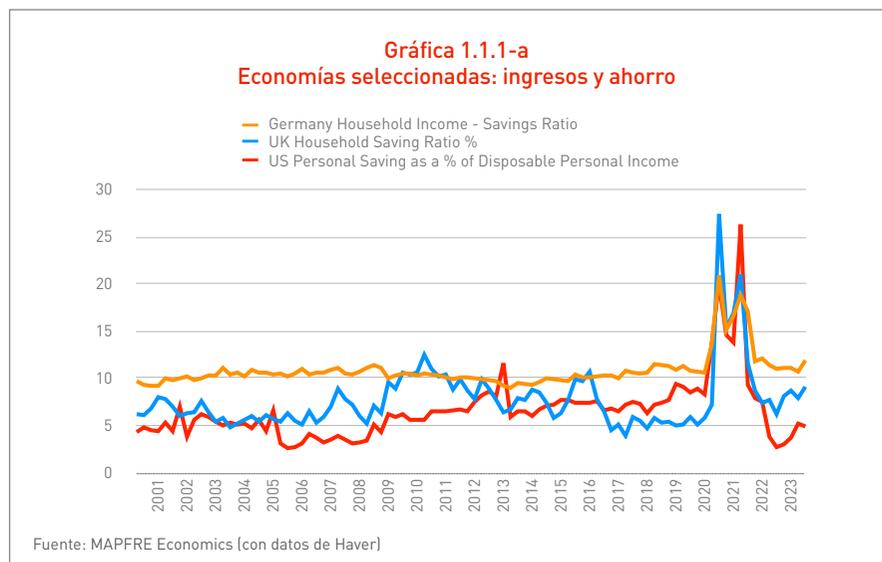
### Catalizadores: del estancamiento al agotamiento

Retomando el foco en la actividad económica, y a la luz de los últimos indicadores disponibles, se espera que las manufacturas sigan ampliamente deprimidas, con la actividad industrial lejos de estabilizarse y con menores capacidades para trasladar aumentos de costes al cliente final (especialmente en la Eurozona, lastrada por la dependencia energética). En cuanto a los servicios, su dinámica más reciente apunta a la baja y la idea de base sigue siendo una pérdida de dinamismo hacia una mayor sincronía con las manufacturas. A nivel general, se espera que el consumo experimente una moderación progresiva y que, en líneas generales, se refuerce la idea de que los

efectos de la política monetaria comienzan a surtir efecto con sus tres principales pilares, llevando a enfrentar así una etapa más sombría.

En primer término, el ahorro acumulado se considera prácticamente agotado en gran parte de las economías o, al menos, proporcionando escaso margen de maniobra en el momento cíclico actual (principalmente en Estados Unidos, dada la reanudación del pago de la deuda estudiantil), lo que se constituye como un obstáculo para compensar la pérdida de poder adquisitivo que sigue vigente. Si bien esta es la dinámica más reciente, en ciertos quintiles de ingreso es posible que la tendencia se revierta, dando lugar a una nueva etapa de acumulación bajo la hipótesis de ahorro precautorio (véase la Gráfica 1.1.1-a).

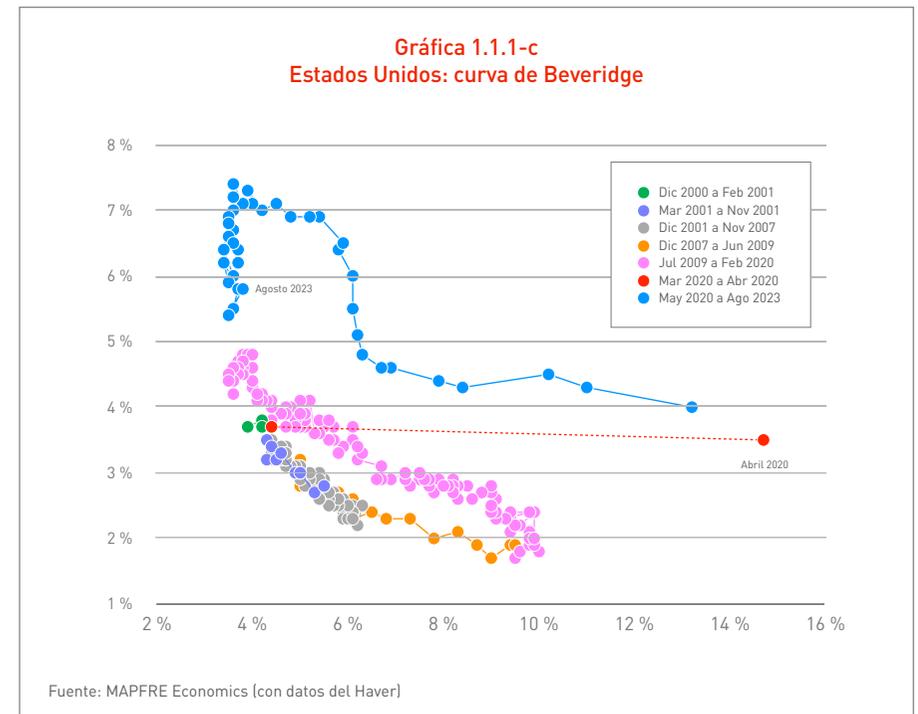
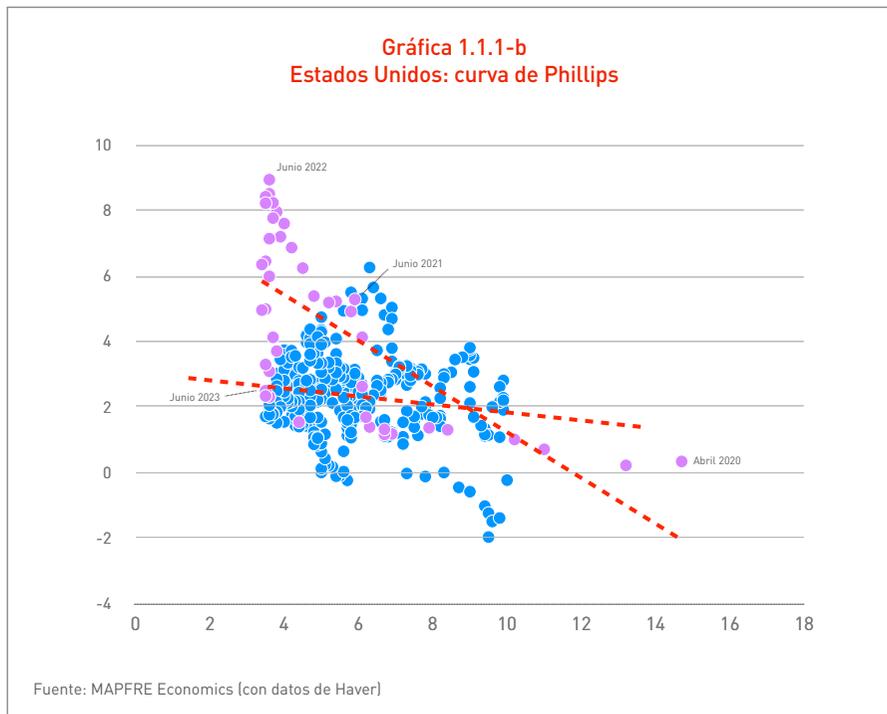
En segundo lugar, y de manera simultánea, aunque el vínculo entre el crecimiento de la producción y el empleo parece ser más débil en este

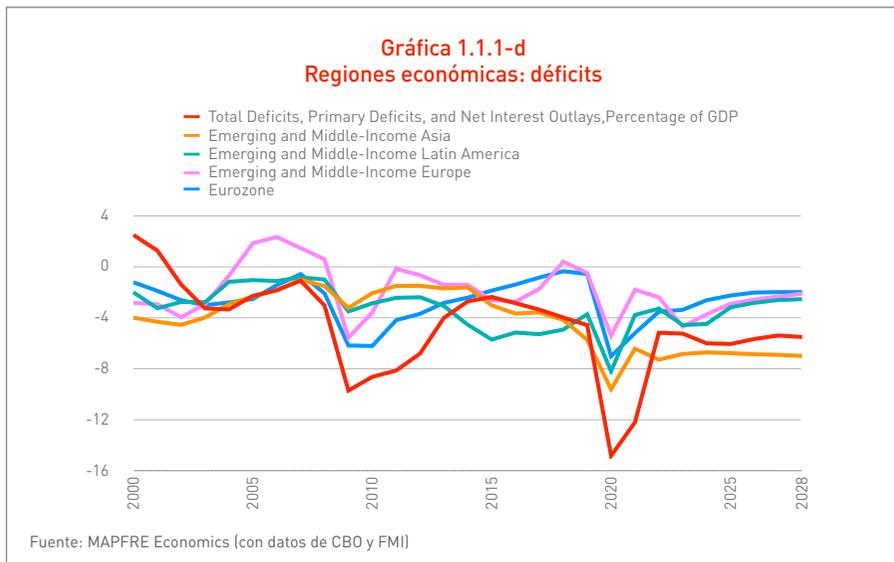


ciclo por la todavía escasez de mano de obra, la oferta laboral será más moderada en el futuro. Ello podría ocurrir de la mano de señales de enfriamiento económico más evidentes, y seguirá equilibrándose con la demanda hacia un punto de equilibrio con salarios más altos, aunque de forma insuficiente como para alimentar efectos de segunda ronda, cerrando así la brecha actual y atenuando los desequilibrios tanto desde la perspectiva de la curva de Phillips como de la curva de Beveridge (véanse las Gráficas 1.1.1-b y 1.1.1-c).

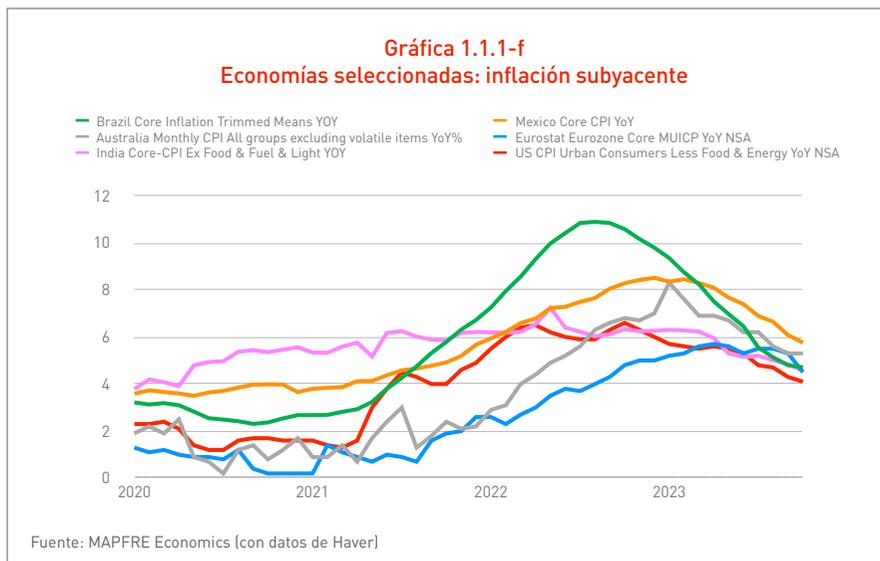
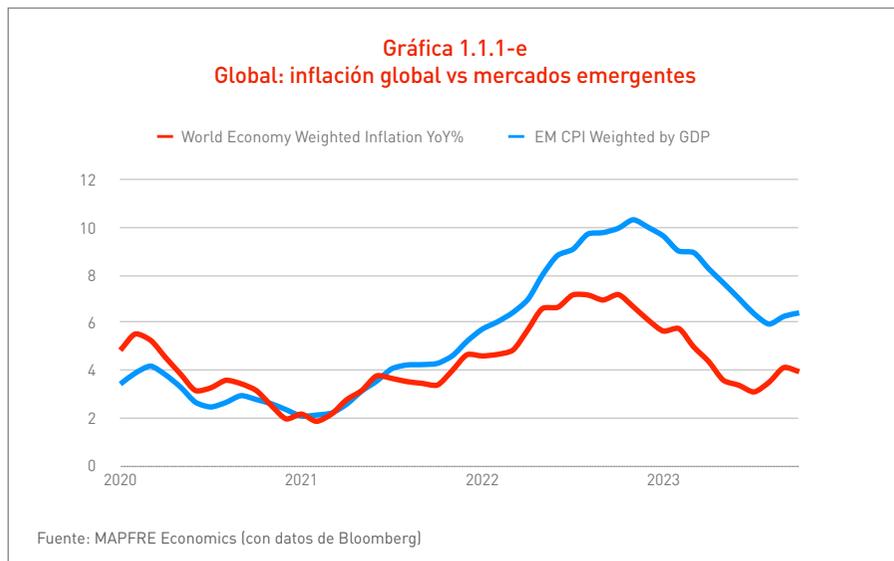
Y, en tercer lugar, la política fiscal comienza a retirarse en 2024. Hasta ahora, gran parte de la resistencia del consumidor ha venido residiendo en la protección ofrecida por los distintos estímulos de la política fiscal,

tanto durante la pandemia como tras la guerra de Ucrania. Sin embargo, las medidas de origen contra-cíclico se han venido confrontado cada vez más con el ciclo de endurecimiento monetario. Tal es la dicotomía en la actualidad, que el lado largo de la curva de tipos de interés ha dejado de estar controlado en parte por los bancos centrales (los tipos a corto esperados ya se han transmitido a toda la curva como muestran los aplanamientos en lo que va de año), y ahora el principal impulsor del aumento de los rendimientos a largo plazo depende del grado de responsabilidad de la disciplina fiscal de los gobiernos, como es percibida por los mercados (véase la Gráfica 1.1.1-d).





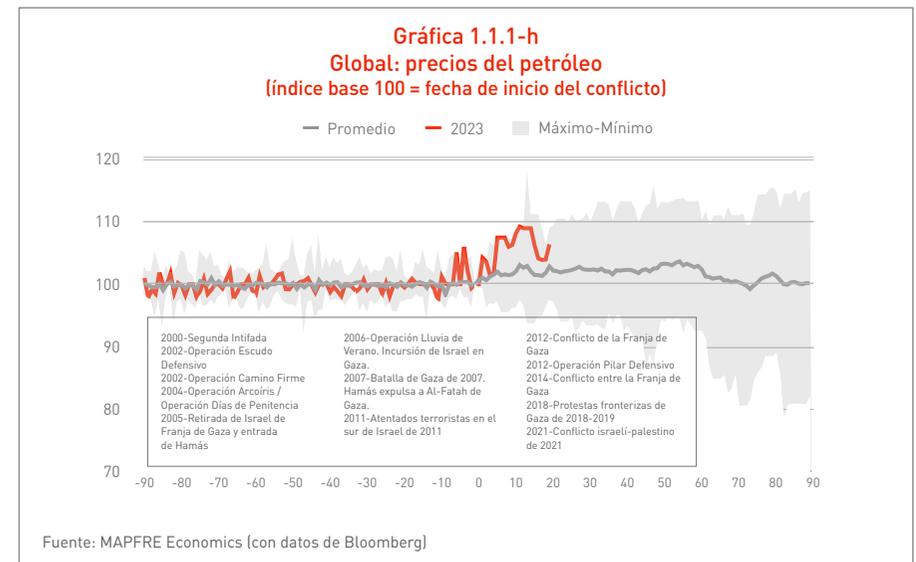
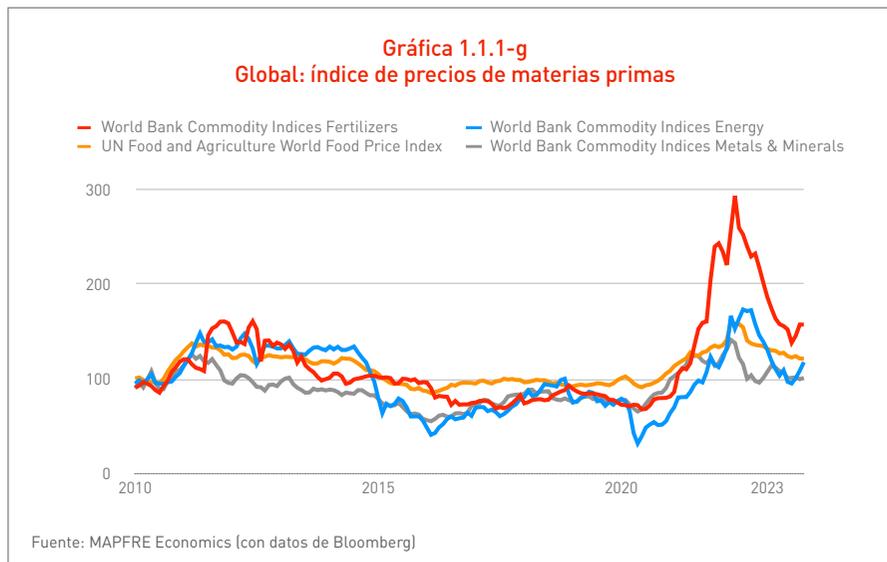
En materia de inflación, se espera que esta continúe a la baja y que los efectos del precio del petróleo muestren más incidencia sobre la demanda (al deprimir el consumo) que sobre los precios, controlando con ello aumentos sostenidos de los mismos. Hasta la fecha, los precios de los bienes duraderos afectados por la normalización de las cadenas suministro y los precios de la energía han sido los principales motores del proceso de reducción de la inflación, ayudados también por el efecto base de la primera mitad del año, así como por otros componentes con menor ponderación en los índices. Sin embargo, la resistencia se ha encontrado tanto en el precio de los servicios, como en los de la vivienda y los alimentos, demostrando que, si bien la senda es favorable, sigue siendo insuficiente en términos de niveles y amplitud, así como vulnerable a nuevos *shocks* de oferta como para dar por concluido el episodio inflacionario. A su vez, la vigencia del paraguas fiscal en ciertas economías sigue aún sin dibujar una realidad clara de la situación por el lado de la demanda, al tiempo que puede distorsionar las señales de precios al postergar en el tiempo los potenciales efectos al alza de su



retirada sobre la inflación del momento (véanse las Gráficas 1.1.1-e y 1.1.1-f).

Por el lado positivo, prosigue el viento a favor de las materias primas, dada la escasa respuesta de la economía China a los estímulos más recientes, así como la debilidad generalizada de la demanda global, factores que podrían seguir suministrando un impulso deflacionario adicional a través del sector manufacturero (véase la Gráfica 1.1.1-g). En cuanto a los riesgos de corto plazo, y si bien el potencial shock del petróleo por el lado de la oferta reaviva la disyuntiva entre crecimiento e inflación, ninguno de los últimos conflictos militares que involucraron a Israel conllevaron impactos duraderos en los precios del petróleo. Por lo tanto, la línea de base sigue presentando un panorama más equilibrado, con los factores de oferta normalizándose y los factores de demanda reduciéndose, y con las esperanzas de un aterrizaje suave como el escenario aún más probable (véase la Gráfica 1.1.1-h).

En materia de política monetaria, la determinación de alcanzar el máximo cíclico sigue todavía siendo imprecisa y no concluyente, dada la incertidumbre en torno a las variables antes mencionadas, y sumada a la potencial crisis por el lado energético que podría derivar de una escalada del conflicto en Oriente Medio (véanse las Gráficas 1.1.1-i y 1.1.1-j). Si bien el Banco Central Europeo (BCE) se perfila como el menos probable a continuar una senda de restricción monetaria, dada la brecha de debilidad frente a la actividad estadounidense que compete a la Reserva Federal, la atención comienza a despejarse en otros factores. Así, la discusión parece virar desde la altura del punto máximo hacia: (i) la duración del entorno de tipos de interés reales que, bajo una reducción gradual de la inflación, seguirían subiendo; (ii) las políticas de balance, que deberían seguir siendo mesurables y predecibles, y (iii) en cierta medida, hacia el ciclo de crédito y la materialización de los efectos por los rezagos del ajuste acumulado (véase el Recuadro 1.1.1).



### Recuadro 1.1.1 Actualización de política monetaria

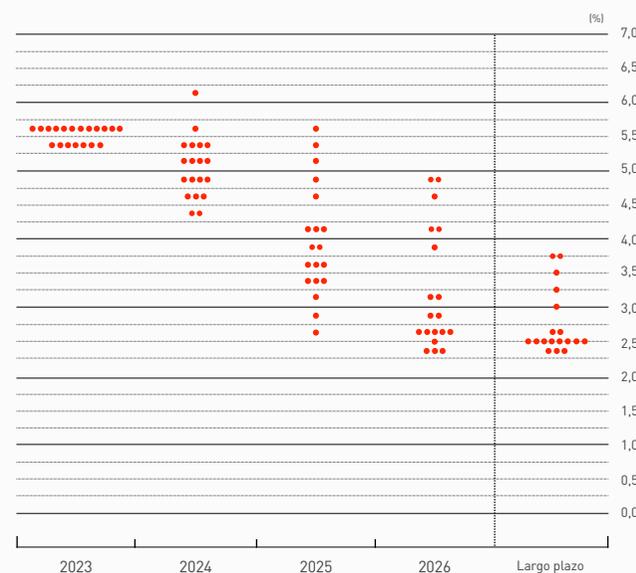
#### Reserva Federal

En su reunión de septiembre, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió mantener sin cambios los tipos de interés, sosteniendo el rango en el 5,25%-5,50%, en línea con lo esperado. De igual forma, tampoco introdujo novedades sobre el programa de reducción del balance en curso, tal y como se esperaba. Acompañando a la decisión, se mostró un *dot plot* actualizado sobre las perspectivas de los tipos de interés por parte de los miembros del Comité Federal de Mercados Abiertos (FOMC) que, si bien mantenía la última visión de 2023 con una subida adicional de 25 puntos básicos (pbs) para la recta final del año, proponía un cambio sustancial de sesgo restrictivo en el horizonte de 2024 y 2025, con 50 pbs menos de recortes respecto a lo consensuado en junio, lo que dejaría los tipos de interés en el 5,125% y 3,875% para esos años (véase la Gráfica A).

Por lo que respecta a las previsiones macroeconómicas, en términos de actividad estas se revisaron notablemente al alza, con el crecimiento esperado de 2023 que pasa del 1,0% al 2,1%, en tanto que el de 2024 lo hace hasta el 1,5% (frente al 1,1% previo). En el mismo sentido, las previsiones en la tasa de desempleo se revisaron a la baja, situándolas en el 3,8% en 2023 y el 4,1% en el 2024-2025 (contra el 4,1% y 4,5% anteriores). En cuanto a la inflación general, la previsión se ajustó ligeramente al alza, con una décima adicional en 2023 y 2025, hasta el 3,3% y 2,2%, respectivamente; en la subyacente, por su parte, 2023 tuvo un recorte de 2 décimas, hasta el 3,7%, y en 2025 registró un aumento de una décima, hasta el 2,3% (sin cambios en ambas lecturas para 2024).

Cabe destacar que el foco principal, más que en la puesta al día de previsiones macroeconómicas, se centró en la rigidez de los tipos de interés a medio plazo y en la consideración de un tipo de interés neutral que ahora

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



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

se estima más alto. Con esta narrativa, la Reserva Federal fortalece el mensaje principal de tipos de interés más altos por más tiempo, aunque con

### Recuadro 1.1.1 (continuación) Actualización de política monetaria

el primer componente esbozando los primeros sesgos de moderación en el sentido de que no necesariamente serán mucho más altos.

#### *Valoración*

Atendiendo al cuadro de previsiones para la economía estadounidense, el cambio en los datos de crecimiento y empleo se tornan lo suficientemente positivos como para reconducir la línea de actividad hacia una altura superior al aterrizaje, aunque inequívocamente por debajo del potencial. Tan es así que parte de la revisión propuesta en 2023 se extiende en parte al ejercicio 2024. Esta fuerte revisión, si bien sugiere un panorama más claro, también cuenta con un punto de partida más bajo (el pronóstico de 2023 se ha mantenido en el rango bajo sin revisar durante todo el año), al tiempo que sigue implicando una desaceleración en el futuro.

Al mismo tiempo, y a diferencia de ocasiones anteriores, cuando la mayor actividad venía acompañada de mayores presiones en los precios, las previsiones de inflación también se unieron al conjunto de noticias positivas, con unas previsiones que enmarcan una desaceleración ligeramente más prometedora, principalmente en la lectura del índice general. En este aspecto, parece que se trata más bien de una actualización, incorporando los datos más recientes desde la última reunión, que un nuevo ejercicio de proyección, tomando así respiro para ver en detalle la translación a precios de los eventos más recientes (las demandas salariales del sindicato de fabricantes de automóviles, el alza del petróleo, y las nuevas tensiones respecto a la senda gasto en la Cámara de Representantes). Todo ello, de forma compartida con Europa y otras regiones de Occidente, se halla supeditado a un tablero geopolítico que sigue sesgando los riesgos a la baja.

En consecuencia, este conjunto de factores permea en la perspectiva de tipos de interés altos por más tiempo, aunque siendo el énfasis más importante en

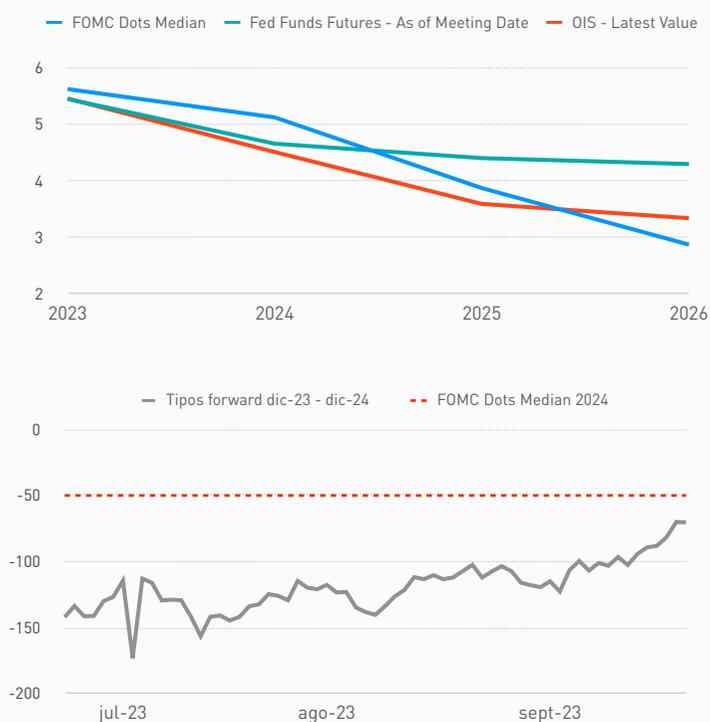
el factor temporal que en la idoneidad de los próximos 25 pbs. En este sentido, el presidente de la Reserva Federal, J. Powell, abrió la posibilidad de considerar un nivel de tipos de interés neutrales superior al previsto, lo que supondría mantener niveles reales positivos a corto y medio plazo hasta obtener un nuevo punto de equilibrio. Esta conclusión vuelve a evidenciarse en la brecha de expectativas entre los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) y el mercado (véase la Gráfica B que ilustra cómo los contratos SOFR siguen fijando alrededor de 75 pbs de recortes tanto para 2024 como para 2025).

De esta forma, en líneas generales, se cuantifica una visión positiva que ha venido materializándose por el lado del crecimiento a lo largo del año, con una previsión que ahora recoge las dinámicas más recientes, pero cuya narrativa para conformar una previsión elimina del cuadro la opción del aterrizaje suave. En el mismo sentido, la dicotomía entre actividad económica y dinámica de los precios se presenta como más equilibrada por el lado de la inflación, con una respuesta menos intensa ante los repuntes de actividad, aunque lejos todavía de considerarse bajo control.

A pesar de esta actualización, la línea temporal de base a corto y medio plazo seguirá marcada por la desaceleración en marcha de la economía estadounidense y el acompañamiento de menores presiones por el lado de los precios, aunque sometidos a un entorno de tipos de interés reales positivos, como recordatorio de que el panorama de inflación sigue lejos del objetivo del 2% y en cuya durabilidad se centrará el nuevo foco de atención. En paralelo, y como recordatorio a la pausa implementada en 2007 bajo el mandato de Ben S. Bernanke en niveles similares a los actuales, en un intento por llevar a la economía hacia un aterrizaje suave, la imposición de tipos restrictivos de forma prolongada suele inclinarse hacia mayores probabilidades de un accidente financiero de forma acumulativa.

### Recuadro 1.1.1 (continuación) Actualización de política monetaria

Gráfica B.  
Estados Unidos: futuros de fondos federales vs dot plot



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

#### Banco Central Europeo

Por su parte, en su reunión de octubre, y por primera vez desde el inicio del ciclo de endurecimiento monetario, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios tres tipos de interés oficiales en 25 pbs, quedando en 4,75% el marginal de crédito, en 4,50% el principal de financiación y en 4,00% la facilidad de depósito. Por el lado del balance, el BCE no ofreció ninguna actualización, por lo que se espera mantener la senda de reducción del balance, en promedio, de 15.000 millones de euros del *Asset Purchase Programme* (APP), así como mantener la reinversión de los pagos del *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) al menos hasta 2024. Tampoco se presentó orientación adicional sobre las *Targeted Longer-term Refinancing Operations* (TLTRO's).

Sin previsiones macroeconómicas de apoyo ni una mayor variedad de datos nuevos desde la última reunión, el consejo de gobierno del BCE optó por mantener la postura de septiembre y aplicar un enfoque dependiente, moderado y, en cierta medida, ambiguo en términos tanto del *tipo de interés terminal* como de la duración de este. En términos de narrativa, advirtió de una actividad económica debilitada por el lado de la demanda, pero respaldada por la fortaleza del mercado laboral, al mismo tiempo que llamó a la necesidad de avanzar en la moderación de los déficits públicos y a avanzar hacia reformas estructurales. En cuanto a la inflación, el tono fue positivo, dada la marcada reducción en septiembre del IPC, pero sosteniendo la prudencia, dada una evaluación de riesgos sesgado a la baja y la reciente incertidumbre geopolítica.

#### Valoración

En términos generales, los vientos en contra de la Eurozona se han extendido, ofreciendo una prospectiva más débil y que, en términos de

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

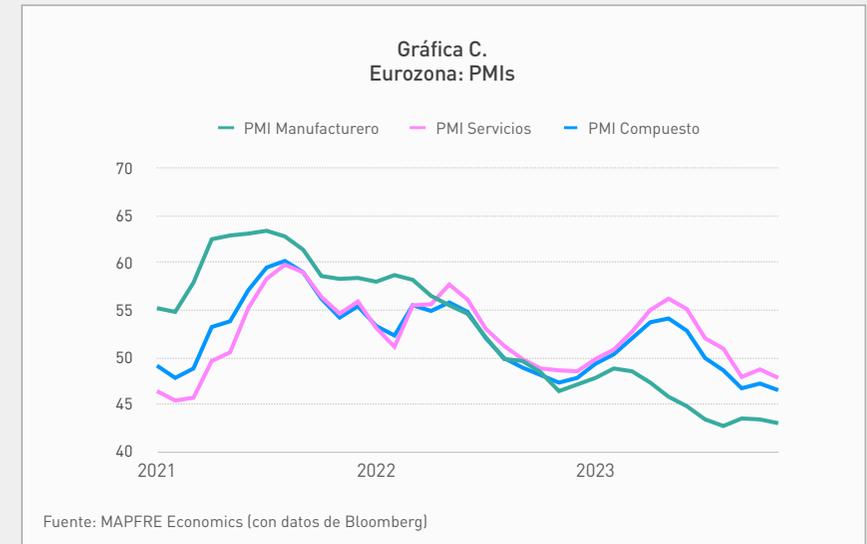
apetito por nuevas subidas de tipos de interés, parece agotarse. A pesar de ello, la sombra del petróleo y el incierto tablero geopolítico actual desafían cualquier previsión, la cual seguirá sin ser concluyente. Internamente, los últimos datos del índice de gestores de compras (PMI's) de octubre (véase la Gráfica C) muestran un deterioro acelerado hacia el comienzo del cuarto trimestre, tanto en términos de demanda (de productos y servicios) como de empleo (primera debilidad laboral desde inicios de 2021). Por el lado de los precios, se observa una cierta presión alcista en origen, pero una traslación finalista más baja, indicando que la reducción de precios continúa por los bienes (principalmente industriales) y que la atenuación en los servicios se asienta, reforzando la idea de que la inflación de este rubro podía haber tocado techo.

Externamente, el apoyo al dinamismo económico proveniente de China no parece avistarse en el corto plazo, a pesar de los nuevos estímulos (1 billón de yuanes adicionales que implican superar los límites autoimpuestos de 3% de déficit anual) y a pesar de los datos positivos más recientes (PIB, producción industrial y ventas minoristas creciendo entre el 4,5% y el 5,5%), los desafíos internos seguirán lastrando a la economía en el medio plazo. De manera más amplia, las relaciones comerciales con el resto del mundo, según datos de SWIFT (véase la Gráfica D), también indican que, además de la debilidad cíclica antes mencionada (fragilidad exportadora), se mantienen los problemas estructurales de la energía (pérdida de poder adquisitivo como importador).

En cuanto al ciclo de crédito, la última encuesta sobre préstamos bancarios del BCE correspondiente al tercer trimestre confirmó la tendencia anterior, mostrando un nuevo endurecimiento de las condiciones financieras, poniendo de manifiesto que ciertamente el mecanismo de traslación está

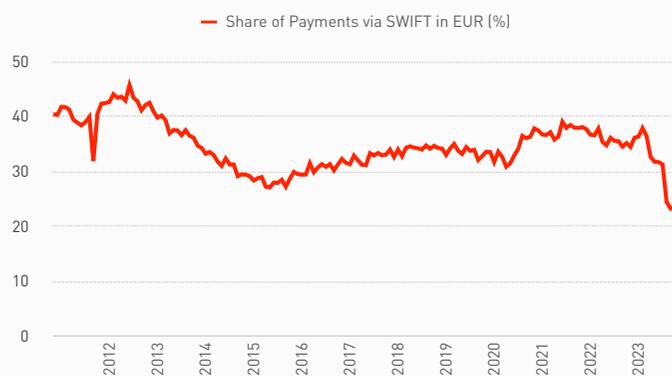
funcionando y dejando la señal de que en los próximos meses se espera que la restricción siga siendo considerable. Por el lado positivo, los canales siguen funcionando al unísono y el riesgo de transmisión fragmentada continúa alejado (véase Gráfica E).

Por el lado de la inflación, esta se ha seguido moderando en septiembre, hasta el 4,3% frente al 5,2% de agosto, gracias tanto a la menor inflación de los servicios (cayó 9 décimas) como a la contribución de la energía (cayó 1,4 puntos), mientras que los alimentos continuaron su ascenso, aunque a menor



Recuadro 1.1.1 (continuación)  
Actualización de política monetaria

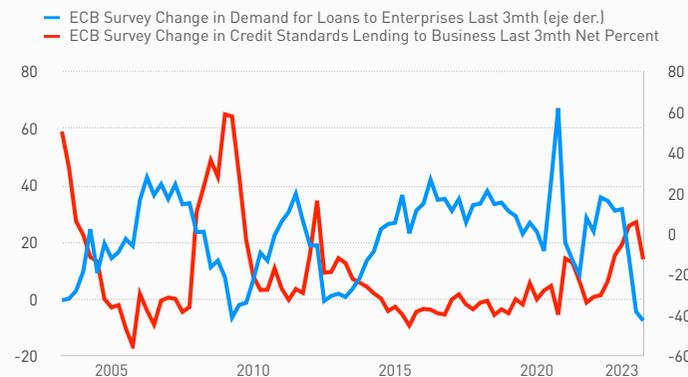
Gráfica D.  
Eurozona: pagos en euros sistema SWIFT



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

ritmo (1 décima mensual). La inflación subyacente, por su parte, también se desaceleró hasta el 4,5% (frente al 5,3% de agosto), reflejando una desaceleración intermensual favorable. Por el contrario, las últimas negociaciones salariales (el sindicato alemán Ver.di propone subidas del 10,5%), mientras que el crecimiento medio de los salarios sigue mostrando una dinámica fuerte (alrededor del 5,5% interanual). A su vez, los acontecimientos en Oriente Medio ensombrecen el panorama, ya que los precios del petróleo y la energía tienen el potencial de transmitir nuevas tensiones al déficit energético de la zona euro (véase la Gráfica F).

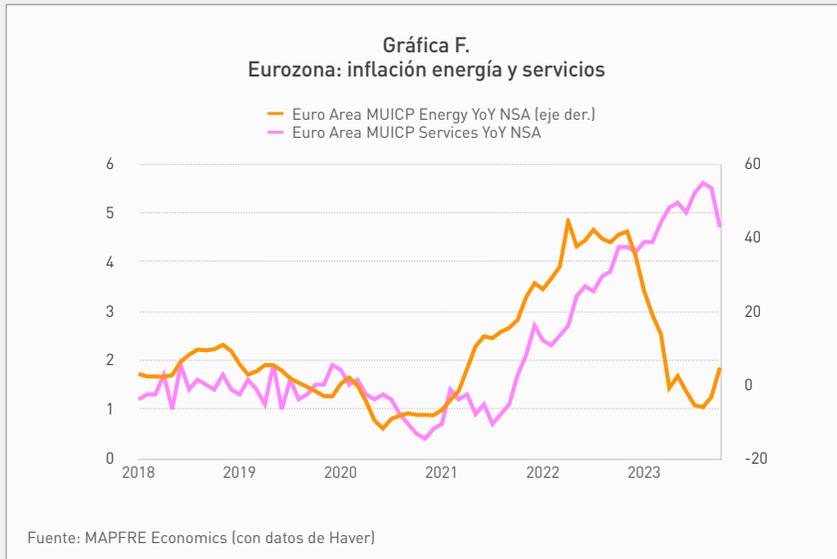
Gráfica E.  
Eurozona: encuestas bancarias



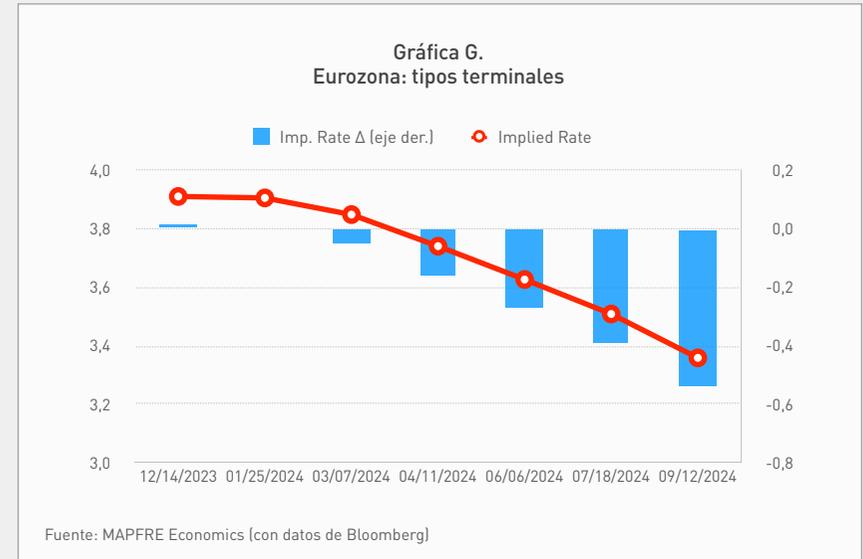
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

En cuanto a la orientación fiscal, cabe destacar que los borradores de los planes presupuestarios recientemente presentados en Bruselas apuntan a consolidación fiscal muy moderada. Esta dinámica no favorecería al BCE para cumplir con sus objetivos al tratarse de un gasto que, por un lado, no favorece el control de la inflación a corto plazo y, por otro, puede suponer la pérdida de elegibilidad para el mecanismo antifragementación (TPI); preocupaciones que pueden comenzar a revelarse en los diferenciales más pronto que tarde.

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



En suma, la política monetaria se mantiene al margen de los acontecimientos más recientes, y a la espera de nuevos datos que despejen hacia dónde equilibrar la balanza entre actividad y precios (véase la Gráfica G). Dicha balanza parece inclinarse cada vez más hacia el final del ciclo monetario,

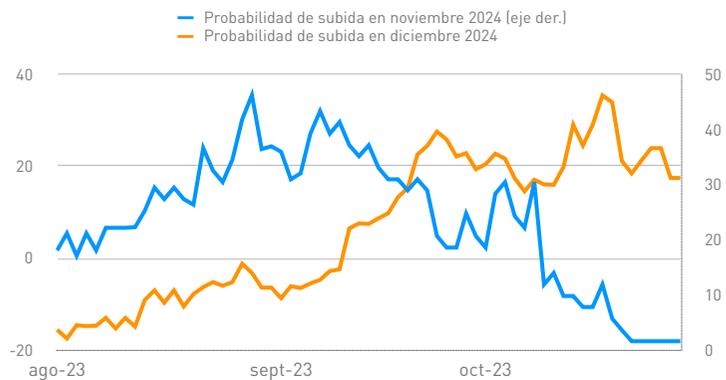


dada la debilidad del momento cíclico (razón por la que apremiar el avance de reformas estructurales). Sin embargo, un escenario de riesgo sigue sin ser descartable dados tanto los factores internos (resiliencia del empleo y sostenimiento de déficits) como externos (geopolítica compleja).

La línea de fondo, por tanto, se mantiene sometida a una elevada incertidumbre, con una resiliencia que se va quedando sin puntos de apoyo, riesgos por el lado de la inflación tanto propios como ajenos a las variables macroeconómicas, riesgos financieros tanto latentes (en Estados Unidos siguen cubiertos bajo el *Bank Term Funding Program*) como emergentes por el lado fiscal, y las dudas que persisten en cuanto

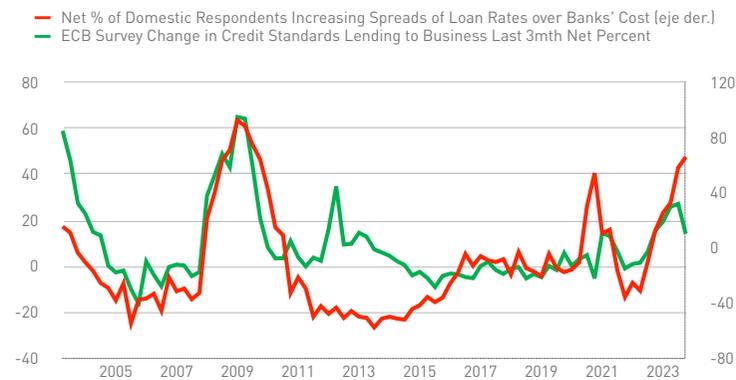
al espacio y efectividad de la política monetaria. Como consecuencia, las probabilidades de retomar una senda de inflación controlable y crecimiento predecible, se contraponen a una versión más caótica, dominada por la geopolítica y un nuevo orden multipolar que, en definitiva, se muestra mucho menos predecible y probable (véase la Gráfica 1.1.1-k).

**Gráfica 1.1.1-i**  
Estados Unidos: tipos de interés esperados



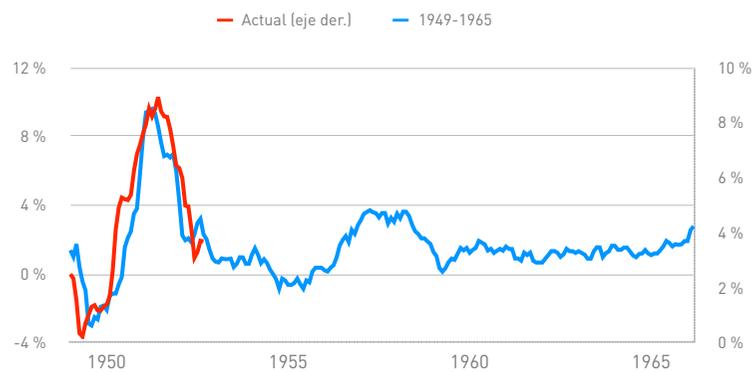
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.1-j**  
Estados Unidos: indicadores de crédito

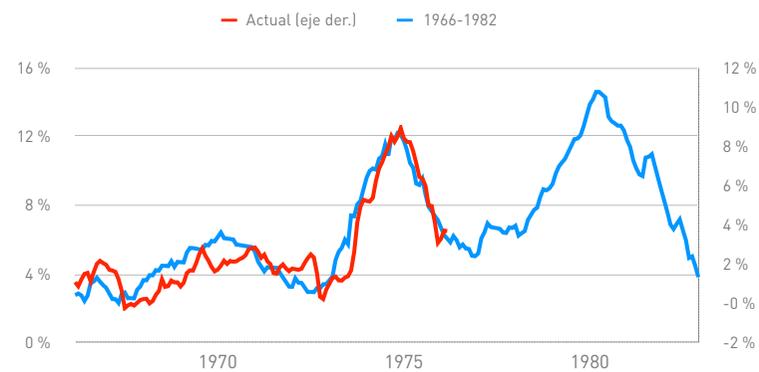


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.1-k**  
Estados Unidos: ciclos de inflación



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



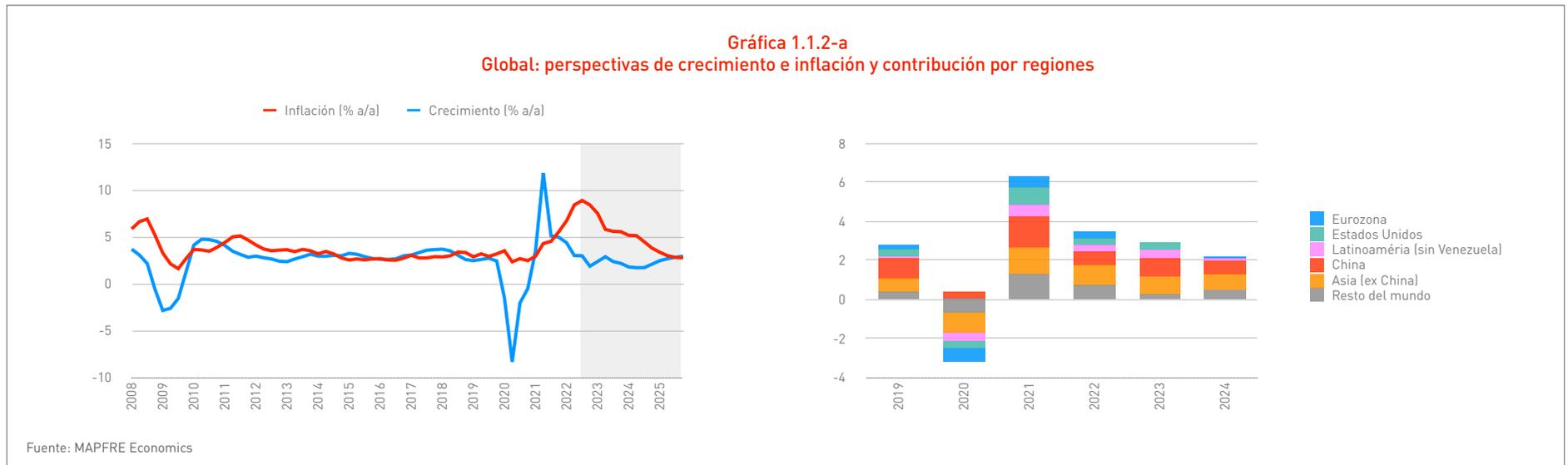
### 1.1.2 Perspectivas y dinámicas regionales

En la anterior publicación de este informe<sup>1</sup>, la actualización de previsiones preveía ya una ligera revisión al alza del crecimiento en 2023 y a la baja de cara a 2024, de dos décimas en el primero y una décima en el segundo año. Como se ilustra en la Gráfica 1.1.2-a, ello supondría un avance del PIB global del 2,9% y 2,2%, respectivamente (véanse las Tablas A-1 y A-2 en el Apéndice de este informe). En cuanto a la inflación, los cambios son más pronunciados, dejando una inflación media más benigna en 2023 (del 6,6% frente al 7,0% del informe anterior), aunque seguida de una senda de mayor persistencia en 2024 (6,1% frente al 4,9% previa).

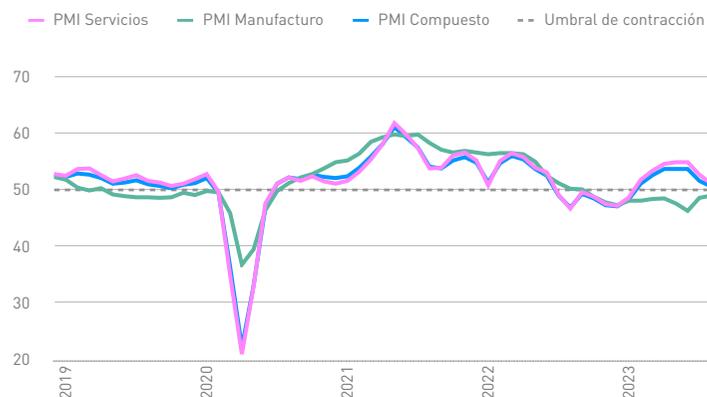
Las tendencias divergentes que venían configurándose en sus contribuciones para el crecimiento y la inflación, y que se concentraban principalmente en torno a los diferentes momentos cíclicos entre las

economías desarrolladas y las emergentes, también comienzan a reflejarse dentro de las propias agrupaciones. Así, se observan brechas evidentes, principalmente dentro del grupo de economías desarrolladas, con Estados Unidos liderando los avances en detrimento de Unión Europea que ve arraigadas sus debilidades, pero también en los mercados emergentes dada tanto la debilidad de China, que no termina de apuntalar una recuperación convincente, como las vulnerabilidades latentes en ciertos países, principalmente de Latinoamérica y de la región de Europa, Medio Oriente y África (véanse las Gráficas 1.1.2-b y 1.1.2-c).

De igual forma, las dinámicas de inflación presentan de fondo una serie de divergencias que hacen compleja, tanto la generalización de un comportamiento homogéneo, como el establecimiento de una fórmula única para combatirla (con herramientas tanto fiscales como monetarias). En el caso de los países desarrollados, Estados Unidos

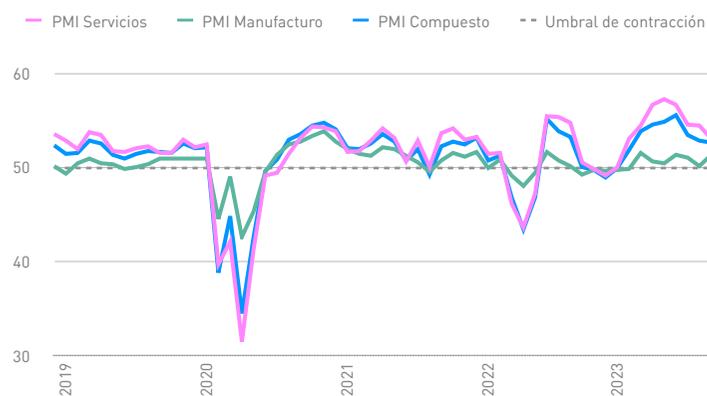


**Gráfica 1.1.2-b**  
**Mercados desarrollados: PMIs**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.2-c**  
**Mercados emergentes: PMIs**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

sigue presentando una inflación que registró el tercer repunte mensual consecutivo, con la vivienda y los servicios mostrando que la trayectoria no es aún la de un ritmo de retorno hacia el objetivo la inflación deseable y que todavía pueden existir presiones secundarias en la demanda. La inflación en la Eurozona, por su parte, muestra una debilidad más amplia y con mayores obstáculos para llegar al consumidor, debido al componente energético y, por tanto, sujeta a una previsibilidad más volátil, al no reducir la exposición a los factores de oferta (en la actualidad provenientes de la crisis en Oriente Medio). En el caso de los mercados emergentes, Asia sigue mostrando unas tasas de inflación más moderadas, destacando la entrada en territorio deflacionario de China. En la región latinoamericana, por último, si bien se han experimentado recientes repuntes de inflación, se debe más a factores idiosincráticos y que no deberían alterar el supuesto base.

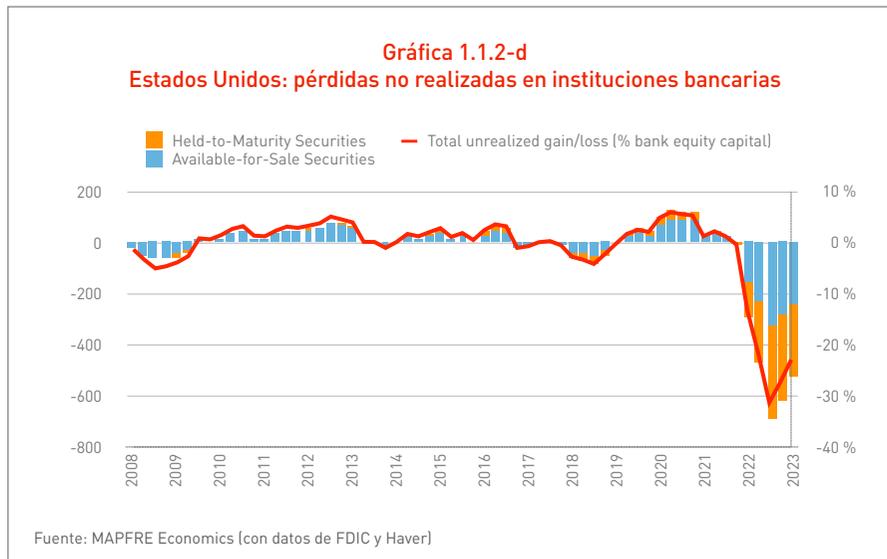
Esta casuística viene contextualizando la disparidad de políticas monetarias aplicadas en todo el mundo y cuya precisión está aún por determinarse. En el caso de las economías desarrolladas, el camino elegido ha pasado por un rápido aumento de los tipos de interés (en parte debido a la transitoriedad proyectada al inicio del proceso), seguido de un punto máximo de restricción monetaria sobre el cual asentarse durante un tiempo prolongado, y cuyo punto de transición trata de acomodarse en la recta final del año. Por el contrario, las economías emergentes, a diferencia de ciclos anteriores, han seguido una línea de anticipación en primera instancia que ha permitido alcanzar un momento restrictivo más pronunciado, con tipos de interés reales muy positivos y una mayor estabilidad cambiaria. Esta vía, *a priori*, parece haber permitido tanto un mejor anclaje de las expectativas de inflación, como una mayor estabilidad en materia de flujos a favor de las salidas de capitales desordenadas de episodios anteriores. Al mismo tiempo, la recuperación de margen de maniobra está permitiendo que sus bancos centrales sean los primeros en encaminarse hacia niveles de cierta relajación monetaria. Por el contrario, las economías desarrolladas, se han mantenido en una dirección menos agresiva y que implica mayores

riesgos tanto en términos de credibilidad, al basarse en un equilibrio más simétrico entre crecimiento e inflación, como en términos de calibración, al mantener un ritmo actividad por debajo de la tendencia y objetivos de inflación más flexibles en el tiempo. Ello ha permitido un cierto desanclaje de expectativas, combinado con un proceso de control menos ortodoxo de la demanda (fundamentado en las señales marcadas por la regla de Taylor que actualmente indican relajación), y que, combinados con la sucesión de factores exógenos (*shocks* de oferta no convencionales en los manuales de política monetaria), pueden revelar un desfase temporal o desajuste indeseado entre el objetivo de “ajustar demasiado” o “ajustar demasiado poco” (véase la Gráfica 1.1.2-d).

En suma, se presenta un 2023 más equilibrado, gracias a unos puntos de apoyo más duraderos por el lado de la actividad, una inflación que sigue avanzando hacia el lado positivo, e inclinándose como más favorable de cara a los bancos centrales, en proceso de dar por maduro el ciclo de la

política monetaria, pero con la dicotomía abierta de las consecuencias tanto en exceso como en defecto de sus acciones (véanse las Gráficas 1.1.2-e y 1.1.2-f). Así, gran parte del rezago aún está pendiente por permear en la economía y los pilares de apoyo están desapareciendo, la lucha contra la inflación podría así centrarse en la duración como aspecto determinante del factor de ajuste. Por el contrario, las consecuencias de no haber actuado lo suficiente o con la suficiente contundencia siguen vigentes al calor de factores estructurales, amplificadas por el reciente *shock* geopolítico en Oriente Medio y los temores de reproducir un *shock* de oferta en los precios del petróleo que ralentice la senda de desinflación prevista y reactive las herramientas de protección fiscales.

De esta forma, de cara a 2024, el pronóstico sigue ofreciendo una dinámica estanflacionaria, con un crecimiento que se reduce, una política monetaria sosteniendo el tensionamiento de las condiciones



Gráfica 1.1.2-f  
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	31/7/23	31/8/23	30/9/23
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	38,8	40,6	41,7
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	47,8	50,1	49,0
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	49,6	48,0	47,5
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	49,2	51,0	50,6
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	41,4	42,9	41,7
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	47,1	46,8	47,4
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	50,2	51,4	50,9
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	42,7	43,4	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	42,7	43,5	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	45,1	46,0	44,2
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	38,8	39,1	39,6
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	53,5	52,9	50,3
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	57,7	58,6	57,5
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	53,3	53,9	52,3
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	47,0	50,8	49,6
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	44,5	45,4	46,8
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	49,6	49,6	48,5
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	53,2	51,2	49,8
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	45,3	45,9	43,6
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	43,5	43,1	43,9
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	52,1	52,7	54,5
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	49,4	48,9	49,9
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	47,8	46,5	47,7
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	44,1	44,3	46,4
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	49,9	49,0	49,6
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	45,3	43,0	44,3
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	49,0	47,9	49,8
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	48,7	50,5	49,7
<b>Mundo</b>	<b>52,2</b>	<b>51,1</b>	<b>50,3</b>	<b>49,8</b>	<b>49,4</b>	<b>48,8</b>	<b>48,7</b>	<b>49,1</b>	<b>49,9</b>	<b>49,6</b>	<b>49,6</b>	<b>49,6</b>	<b>48,8</b>	<b>48,6</b>	<b>49</b>	<b>49,1</b>

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

financieras y una inflación afrontando una etapa de moderación más prolongada y sostenible, aunque todavía lejos de los niveles objetivo. A este escenario, se suman una serie de divergencias regionales crecientes, distintos momentos cíclicos y diferentes formas de aplicar las herramientas económicas al alcance, lo que expone una brecha de vulnerabilidades y márgenes de actuación muy desiguales. Todo ello, ante la incertidumbre, persistente o transitoria, de una geopolítica que ensombrece los resultados de los posibles escenarios.

### 1.1.3 Escenarios y previsiones

#### Escenario base

Para efectos del *escenario base* considerado en este informe, en lo que resta de 2023 e inicios de 2024 se mantendría un crecimiento por debajo del potencial, con una desaceleración cíclica más tardía de lo planteado en los informes anteriores, y más abrupta de cara al año próximo. La inflación proyectada también cuenta con un retorno gradual más tardío, pero sometida a unas tasas más sostenibles y que permiten la gradual recuperación de los salarios reales. A pesar de ello, el agotamiento de los principales pilares de apoyo para la demanda seguirá impactando negativamente, aunque limitando los catalizadores de la inflación.

Como resultado, la política monetaria se mantendría en los niveles actuales, al menos hasta la segunda mitad de 2024 en los países desarrollados, y seguiría paulatinamente relajándose en los países emergentes, aunque atendiendo a las dinámicas internas de equilibrio entre actividad económica y precios. Más concretamente, se mantienen los tipos de interés actuales tanto para la Reserva Federal de los Estados Unidos como para el BCE, al menos durante la primera mitad de 2024, periodo a partir del cual se iniciarían las primeras bajadas, pero manteniendo tipos de interés reales positivos de forma prolongada.

Dado el nuevo entorno global, se modifican las previsiones de precios del petróleo, las cuales se elevan hasta los 87 USD/barril de media, al introducir un cuarto trimestre con un pico de 101 USD/barril hasta el final del año. A su vez, se simula una senda más elevada de largo plazo, con una media que se mantiene por encima de los 90 USD/barril en 2024 y una normalización de convergencia más tardía en el medio plazo. Este supuesto, se traduce en un periodo de estanflación más pronunciado en 2024, pero con implicaciones más pronunciadas sobre la actividad que sobre la dinámica de los precios. Para el caso del precio del gas, las modificaciones también se trasladan al alza, pero de manera más contenida en el *shock* y con una recuperación de los niveles previos al conflicto más temprana.

#### Escenario estresado

Por lo que se refiere al *escenario estresado* (escenario de riesgo) considerado para efectos del informe, se parte de un *shock* de precios del petróleo más pronunciado y sostenido durante gran parte de 2024, debido a un empeoramiento de las tensiones en Oriente Medio. Este *shock* de oferta se traduce en un panorama de estanflación más riguroso, con implicaciones tanto por el lado de la actividad económica como por el lado de la dinámica de los precios. Más concretamente, y si bien los efectos son prácticamente nulos para lo que resta de 2023, la erosión de la actividad se traduce en una detracción de 3 décimas de crecimiento para 2024. En materia de inflación, el impacto añade 2 décimas al promedio anual de 2024 y 7 décimas al de 2024 (en torno a 1 punto porcentual en un periodo de 12 meses). El *shock* sobre los precios del petróleo supone alcanzar cuotas de 115 USD/barril entre finales del cuarto trimestre y principios del primer trimestre del 2024, como punto máximo, y un estancamiento de precios en el entorno de los 100 USD/barril durante el resto del horizonte de proyección.

En este escenario estresado, la política fiscal se mantiene en terreno neutral y ausente de activar de nuevo los mecanismos fiscales de

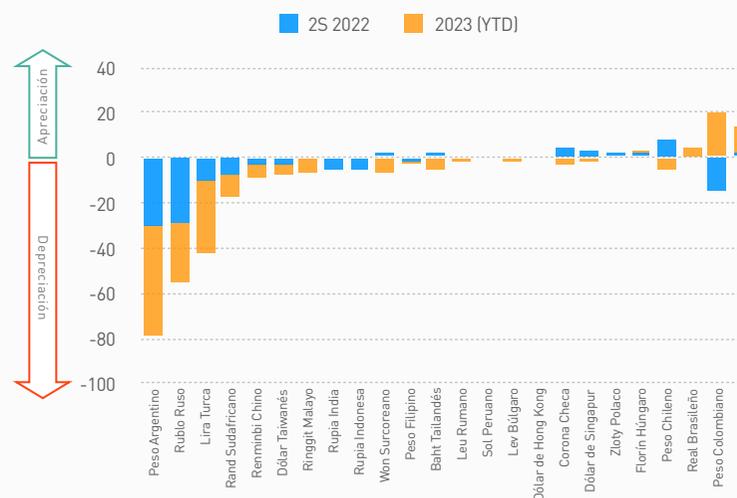
**Recuadro 1.1.3-a**  
**Volatilidad cambiaria emergente**

**Volatilidad cambiaria emergente**

En el último año, la senda de recuperación económica ha continuado su curso, sobreponiéndose al *shock* inicial producido por la invasión rusa a Ucrania, al tensionamiento de las condiciones financieras a nivel mundial en respuesta a una inflación más alta y persistente de lo deseable, a las consecuentes turbulencias en el sector bancario estadounidense (y en menor medida europeo), así como a la consolidación de una tendencia hacia un orden multipolar cuyas fricciones reverberan en las cadenas de suministro y en el precio de las materias primas. Bajo este entorno, la mayor parte de los mercados emergentes se han visto beneficiados por un crecimiento más resiliente de lo anticipado, un control de la inflación más preciso que en ciclos anteriores y la relativa ausencia de catalizadores relevantes que desemboquen en salidas abruptas de capitales.

Por lo que respecta a la dinámica inflacionaria, y de forma contrapuesta a lo que sucedió al inicio de la escalada de precios, la dependencia del mundo emergente a las materias primas y la cercanía a las primeras etapas de producción proporcionaron las primeras señales de ralentización de los precios (particularmente en el caso de China), perdiendo intensidad de forma anticipada frente al comportamiento más errático de otras regiones desarrolladas, y señalizando un horizonte de políticas monetarias y fiscales con menor camino por recorrer a lo largo de 2023. En términos cambiarios, la restricción tanto monetaria como fiscal ha generado menores presiones depreciatorias sobre los tipos de cambios en comparación con ciclos anteriores, acompañando expectativas de inflación bien ancladas y un entorno más disciplinado de tipos de interés y positivos en términos reales.

**Gráfica A.**  
 **Mercados emergentes seleccionados:**  
 **cambio del valor de moneda local vs USD**  
**(%, 2S 2022 vs 2023 YTD)**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

### Recuadro 1.1.3-a (continuación) Volatilidad cambiaria emergente

Desde el punto de vista de los flujos de inversión, ante las menores entradas por exportaciones a causa del debilitamiento del comercio global (a lo que se suma la fortaleza del dólar), un apetito por el riesgo menos favorable dada la disponibilidad de acceso a tipos reales positivos en mercados más seguros y la vulnerabilidad expuesta en *shocks* anteriores, cabe prever la expectativa de una menor y más selectiva recepción de flujos en el futuro por parte de las economías emergentes. En cuanto a la política monetaria, aunque ya ha comenzado a girar hacia un entorno de cierta relajación de las condiciones financieras en algunos países, se encuentra todavía en su etapa inicial y con una observable cautela debida al panorama de riesgos aún por disipar, al historial de inflación en anteriores ciclos y a la reticencia de los mercados desarrollados por sostener tipos más altos por más tiempo, recuperando credibilidad a costa de limitar el margen de maniobra local, principalmente en Asia dado el menor grado de restricción alcanzado.

Conforme a la información que se presenta en la Gráfica A, se observa que la mayor parte de las monedas emergentes se han depreciado en la primera mitad de 2023, con la excepción de los casos de México, Colombia y Brasil, que han mostrado un comportamiento en sentido inverso. Esta tendencia continúa con la dinámica sufrida en la segunda mitad de 2022, coincidiendo con la caída de los flujos de cartera agravada tras el inicio de la invasión rusa a Ucrania y la fragmentación económica global agravada por los conflictos geopolíticos y medidas proteccionistas.

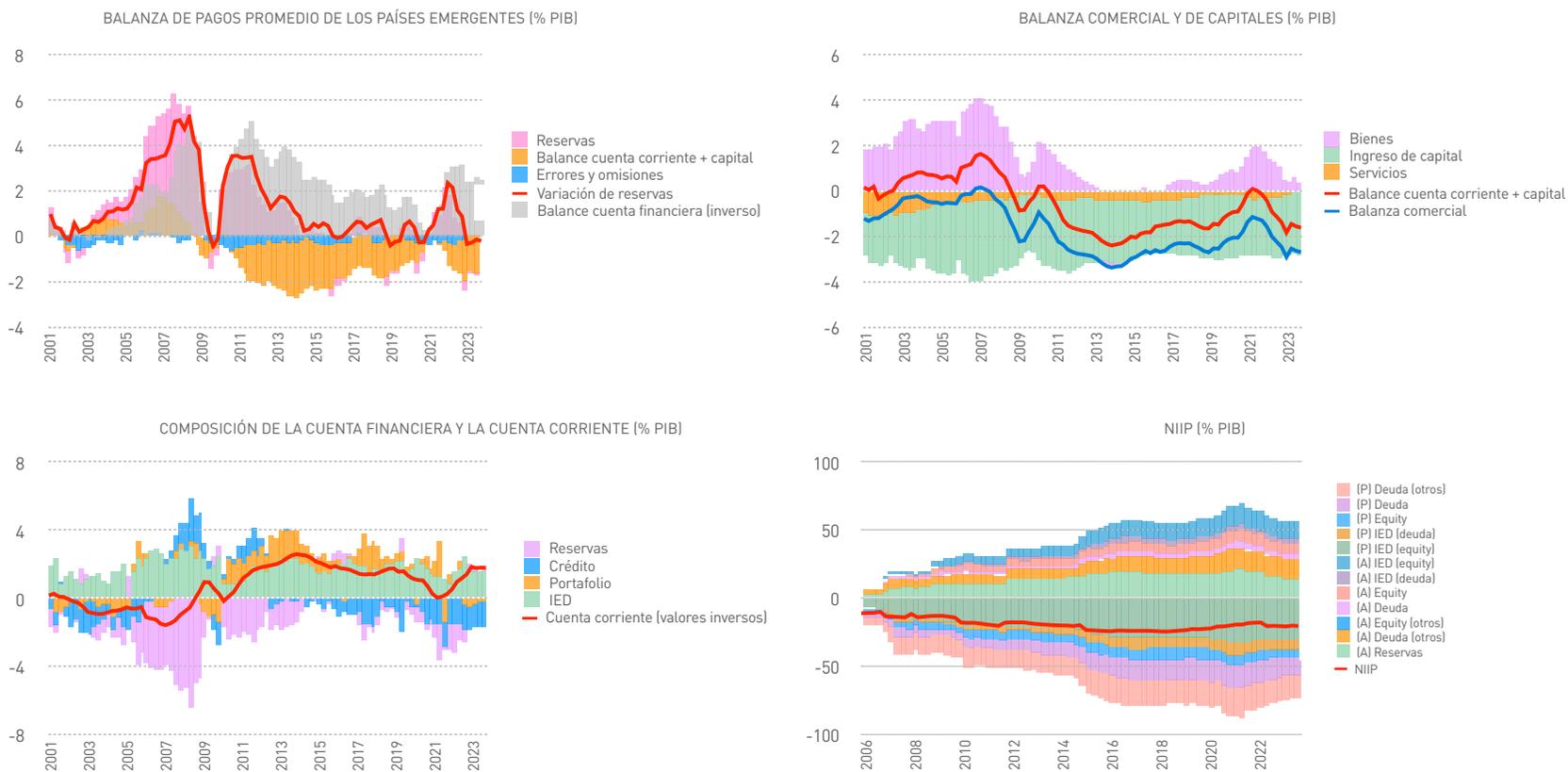
En términos promedio para los países emergentes (véase la Gráfica B), la cuenta corriente promedio ha pasado de tener un déficit cercano a cero a finales de 2020, manteniéndose en ese nivel hasta el cierre del primer trimestre de 2022 y, desde entonces, se ha elevado hasta alcanzar el 2% a

finales del segundo trimestre de 2023. Ello se ha producido, fundamentalmente, por el déficit en la cuenta de rentas primarias y el menor impulso del superávit comercial que se ha ido reduciendo desde el segundo trimestre de 2022 (máximo local) hasta un nivel cercano a cero a junio de 2023. En promedio, los mercados emergentes acumularon algo de reservas hasta mediados de 2022, aunque sin aumentar pasivos, lo que mantuvo contenido el riesgo de liquidez. Sin embargo, desde esa fecha se han perdido reservas, aunque a un ritmo bajo. En consecuencia, el tipo de cambio se apreció hasta mediados de 2022 y se ha depreciado desde entonces.

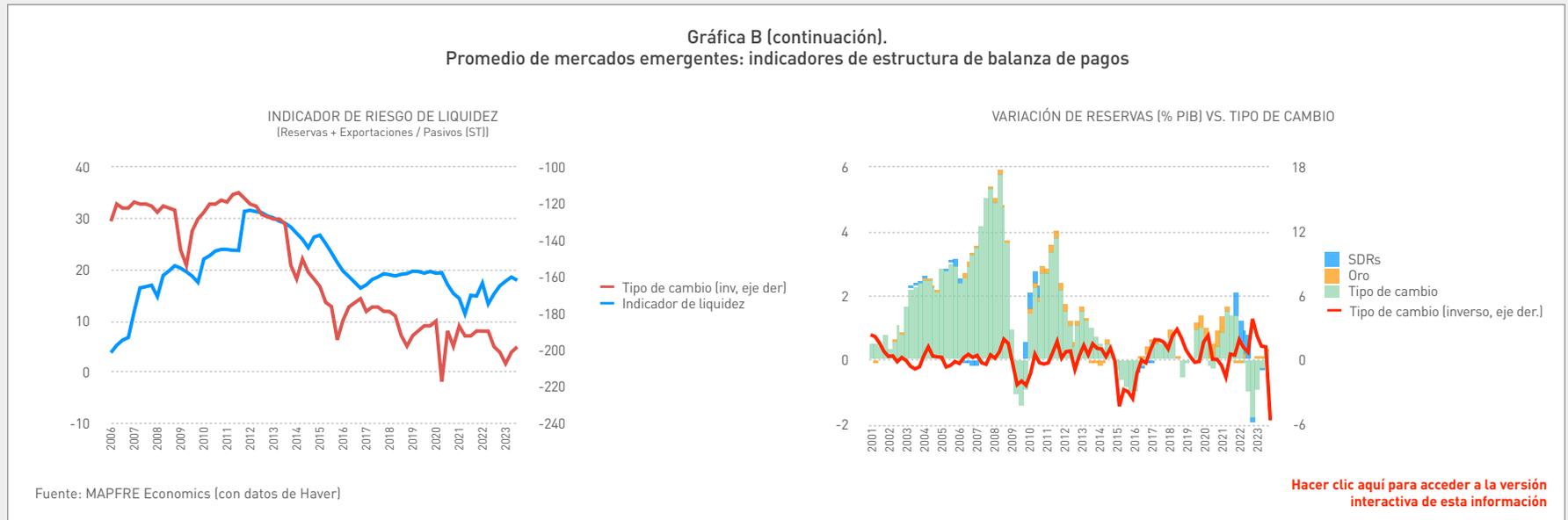
Como conclusión general, es previsible que ciertas economías emergentes puedan beneficiarse tanto de la salida de capitales de China, como del peor desempeño institucional de la región de CEMEA (Europa Central, Medio Oriente y África); ventana que, con el conflicto de Ucrania y en ausencia de catalizadores negativos, podría prevenir en cierta medida las salidas abruptas de capital en el futuro. A su vez, se espera que la desaceleración de la actividad económica prevista en 2023 siga resultando heterogénea, a consecuencia tanto de la dinámica de inflación (aún permanente en ciertas economías y bajo mayor esfuerzo de control por parte de sus bancos centrales) como del *mix* productivo. Por otro lado, el advenimiento hacia un nuevo orden global multipolar, con cadenas de suministro y comercio segmentadas, evidencia el surgimiento al alza de ciertos actores beneficiados por el *nearshoring* y las fragilidades de otras economías con sesgo tradicionalmente importador, así como la realidad de aquellos países emergentes con vulnerabilidades estructurales latentes, amplificando con ello la brecha y abriendo la puerta a una senda de depreciación emergente cada vez más selectiva.

**Recuadro 1.1.3-a (continuación)**  
**Volatilidad cambiaria emergente**

**Gráfica B.**  
**Promedio de mercados emergentes: indicadores de estructura de balanza de pagos**



**Recuadro 1.1.3-a (continuación)**  
**Volatilidad cambiaria emergente**



protección, aunque sometida a un entorno de condiciones financieras más estricto. La política monetaria se mantiene en un entorno de restricción de forma más prolongada, con una subida adicional de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, pero no del BCE, y retrasando la etapa de flexibilización monetaria hasta finales de 2024 y principios de 2025. Para el caso de las políticas monetarias de los mercados emergentes no se incluye una línea de endurecimiento adicional, pero sí se suscriben a un proceso de flexibilización más dilatado en el tiempo y que se posterga un trimestre.

El cambio en las condiciones conlleva a una volatilidad implícita que eleva el VIX a niveles por encima de 40, y la media anual cercana a 35. La inferencia resulta en una corrección de 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 de 10 años, y un dólar que vuelve a fortalecerse frente al resto de divisas (1,05 frente al EUR), y que se mantiene apreciado a corto y medio plazo (1,07 en 2024 y 1,1 en 2025), amplificando con ello el efecto de la retirada de liquidez y un *flight-to-quality* que afecta a las divisas emergentes que afrontan salidas

**Recuadro 1.1.3-b**  
**Análisis de vulnerabilidad emergente:**  
**evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)**

**Análisis de la vulnerabilidad emergente**

Atendiendo al estudio de las vulnerabilidades estructurales de una serie de mercados, el índice de vulnerabilidad emergente (ERI) ofrece un enfoque que parte de una orientación *forward looking* (véase la Tabla A). Conforme a esta medición (que se ha presentado en versiones previas de este informe), se observa cómo la divergencia positiva observada en los países superavitarios en sus cuentas comerciales, impulsados por el momento cíclico de las manufacturas de bienes y el favorable repunte de las materias primas, ha venido acomodando internamente unas políticas monetarias restrictivas y la articulación de unas medidas fiscales más sensibles a la financiación de la cuenta financiera.

Bajo este contexto, el análisis de la volatilidad en mercados emergentes permite analizar diversos grupos tipológicos (véase las Gráficas A a F). Un primer grupo de países emergentes, que ha venido cerrando la brecha abierta en 2022 y consolidando el cambio de ciclo hacia una desaceleración de actividad y precios en línea con las políticas contracíclicas más adelantadas en el tiempo, ha mostrado un deterioro de los indicadores de corto plazo, aunque presentando un dinamismo superior al previsto, tanto al apoyarse anticipadamente en una demanda externa todavía positiva, como al permitir acomodar el consumo interno de forma más predecible, generando con ello un entorno más estable para los flujos de inversión de cartera y las bases para una dinámica cambiaria menos volátil. Este entorno ha permitido un resurgimiento del *carry trade* (estrategia empleada en el mercado de divisas por la que un inversor vende una cierta divisa con una tasa de interés relativamente baja y compra otra diferente con una tasa de interés más alta) durante gran parte de 2023, aunque su prolongación más reciente evidencia cierto agotamiento cíclico, a medida que los tipos de interés alcanzan niveles terminales.

Por el contrario, aquellos países emergentes con necesidades de financiación más volátiles y sendas de sostenibilidad fiscal menos predecibles han visto un deterioro más profundo de la actividad económica, un control de la inflación menos eficaz y una mayor acumulación de desequilibrios tácitos con implicaciones en términos de potencial, aunque el ajuste externo y otros indicadores fundamentales han sido menos expuestos que en ocasiones anteriores. En este caso, dichas divergencias se evidencian en expectativas de precios menos ancladas debido a la vinculación no solo del canal comercial sino al propio canal financiero, mostrando mayores ineficiencias de precios, expectativas a futuro que fluctúan y una política monetaria más reactiva al ciclo de endurecimiento de las economías desarrolladas. En este grupo de países, los flujos de capital siguen mostrando una dinámica errática y poco estable, provocando que las operaciones entre tipos de interés encuentren más dificultades ante los riesgos asociados con la fluctuación del tipo de cambio.

En el último bloque, se incluyen los países emergentes con los mayores desequilibrios derivados de factores estructurales e idiosincráticos, como son el uso de la deuda externa como mecanismo para cubrir la sucesión de déficits corrientes, endeudamiento en moneda extranjera, fugas de capitales frecuentes ante la inestabilidad cambiaria y elevadas primas de riesgo microfinancieras ante la falta de medidas macroprudenciales. A nivel interno, las dinámicas de inflación permanecen elevadas, amplificando las fuentes de contagio por la vía externa, y un *mix* de bajos niveles de reservas para estabilizar los tipos de cambio y políticas monetarias poco ortodoxas centradas en apoyar el crecimiento por el lado de demanda y el sostenimiento de déficits fiscales que exacerban los desequilibrios y perpetúan las vulnerabilidades.

**Recuadro 1.1.3-b (continuación)**  
**Análisis de vulnerabilidad emergente:**  
**evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)**

Tabla A.  
 Mercados seleccionados: perfiles de riesgo y estimación del índice de riesgo emergente (ERI)

	Umbrates		Emergentes									
	Emergentes	Desarrollados	Argentina	Brasil	China	Colombia	Filipinas	Indonesia	México	Perú	Rusia	Turquía
Crecimiento PIB potencial 2030	3	1,5										
Inflación potencial	10	2										
EMBI	8%											
CDS	20%	10%									n.d*	
CA % PIB	1	1										
NIIP % PIB	-40	-40										
Deuda Externa CB ST % PIB	4%	4%										
Deuda Externa CB LT % PIB	1%	1%										
Deuda Externa Gubernamental ST % PIB	2%	2%										
Deuda Externa Gubernamental LT % PIB	34%	34%										
Deuda Externa Corporativa ST % PIB	8%	8%										
Deuda Externa Corporativa LT % PIB	27%	27%										
Deuda Externa Bancos ST % PIB	12%	12%										
Deuda Externa Bancos LT % PIB	12%	12%										
Deuda Externa Total % PIB	30%	30%										
Deuda Externa Total ST % PIB	6%	6%										
Deuda Externa Total LT % PIB	24%	24%										
Crédito Total Sector No Financiero	20	90										
Crédito a Gobierno	20	90										
Crédito a Hogares	20	90										
Crédito a Corporaciones No Financieras	20	90										
Crédito Sector Privado No Financiero	20	90										
Apalancamiento	10	8										
Crecimiento PIB LC (Nominal)	3	1,5										
NPL	7	7										
CPI	3	1,5										
CB Rate (tipo de interés de referencia)	6	3										
Masa monetaria / Reservas	3	6										
Deuda externa / Exportaciones	1	3										
<b>ERI 2022</b>			<b>85,96</b>	<b>33,75</b>	<b>60,47</b>	<b>40,72</b>	<b>11,11</b>	<b>23,55</b>	<b>24,74</b>	<b>16,16</b>	<b>27,63</b>	<b>61,07</b>
<b>ERI 2021</b>			<b>71,61</b>	<b>37,54</b>	<b>56,96</b>	<b>42,86</b>	<b>11,50</b>	<b>26,13</b>	<b>30,04</b>	<b>13,33</b>	<b>30,04</b>	<b>67,04</b>
<b>Variación vs 2021</b>			<b>14,4</b>	<b>- 3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>- 2,1</b>	<b>- 0,4</b>	<b>- 2,6</b>	<b>- 5,3</b>	<b>2,8</b>	<b>- 2,4</b>	<b>- 6,0</b>

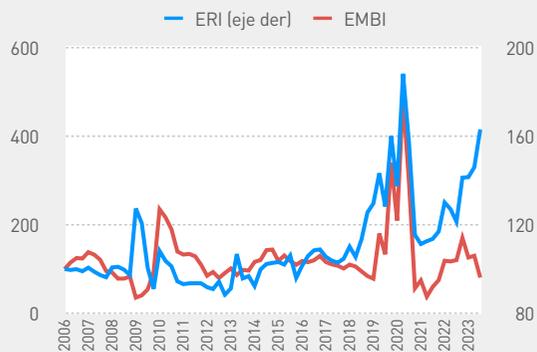
Fuente: MAPFRE Economics (estimaciones a partir de datos de OEF, Haver, FMI, BIS, Bloomberg y Banco Mundial)

\* Rusia: CDS equivalente no disponible.  
 Rusia: en 2022 fue excluida del índice EMBI por parte de JP Morgan.  
 Rusia: datos de deuda externa a 2021

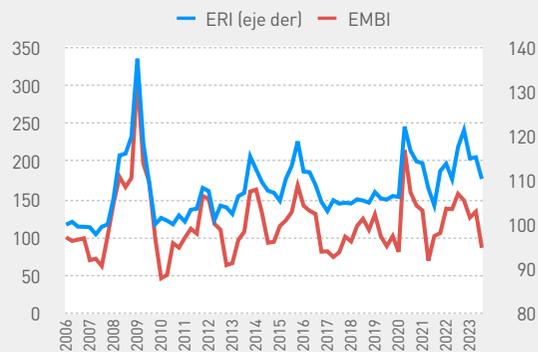
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

**Recuadro 1.1.3-b (continuación)**  
**Análisis de vulnerabilidad emergente:**  
**evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)**

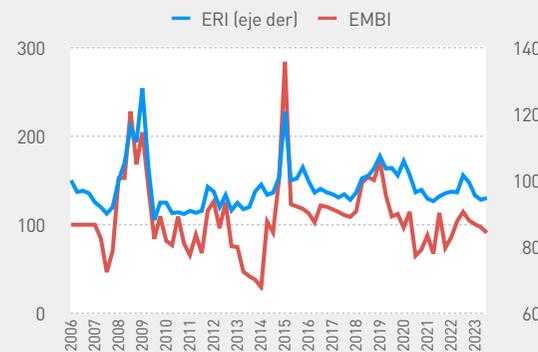
**Gráfica A.**  
**Argentina: ERI vs EMBI**



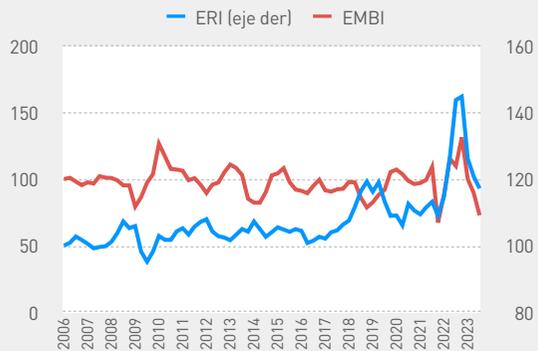
**Gráfica B.**  
**Perú: ERI vs EMBI**



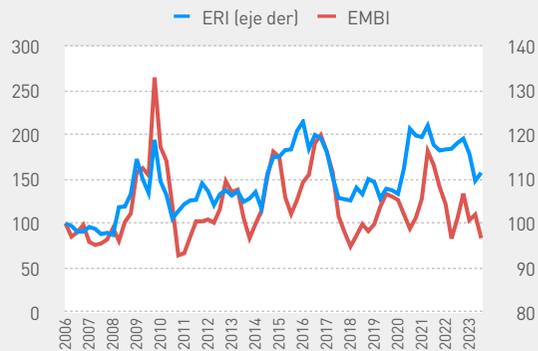
**Gráfica C.**  
**Indonesia: ERI vs EMBI**



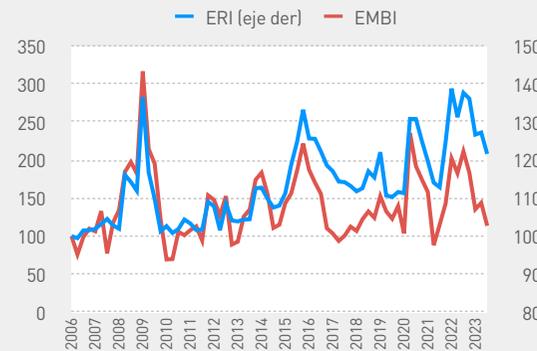
**Gráfica D.**  
**Turquía: ERI vs EMBI**



**Gráfica E.**  
**Brasil: ERI vs EMBI**



**Gráfica F.**  
**Colombia: ERI vs EMBI**



Fuente: MAPFRE Economics (estimaciones propias y datos de OEF, Haver)

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

de flujos similares a *shocks* anteriores, pero mucho más selectivas (véanse los Recuadros 1.1.3-a y 1.1.3-b). Por último, en términos de *spreads* de crédito, la ampliación y diferenciales se establecen en el rango de 100 a 200 puntos básicos, en función de la escala de calidad crediticia.

### 1.1.4 Balance de riesgos

Respecto a las perspectivas hacia lo que resta de 2023 en materia de riesgos, conviene destacar un conjunto de posibles detonantes adicionales para la economía global, los cuales se ilustran en el mapa de riesgos de corto plazo que se presenta en la Gráfica 1.1.4.

#### Mercados energéticos

Las tensiones bélicas en Oriente Medio, junto con los recortes de producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), han hecho que el precio del petróleo volviera a repuntar hacia los 90 USD/bl. El precio del gas natural, por su parte, también ha repuntado en un 20% hasta 50 EUR/MWh el último mes, aunque está aún lejos del pico de 2022 que llegó a 292 EUR/MWh. Unos precios sostenidamente más altos tendrían repercusión en la dinámica de la inflación por la vía de un nuevo *shock* de oferta. La resolución de los conflictos geopolíticos, junto a unas políticas menos penalizadoras hacia los combustibles fósiles, serían en estos momentos factores determinantes para la moderación del crecimiento de los precios de los energéticos y, por ende, del combate a la inflación en el corto plazo.

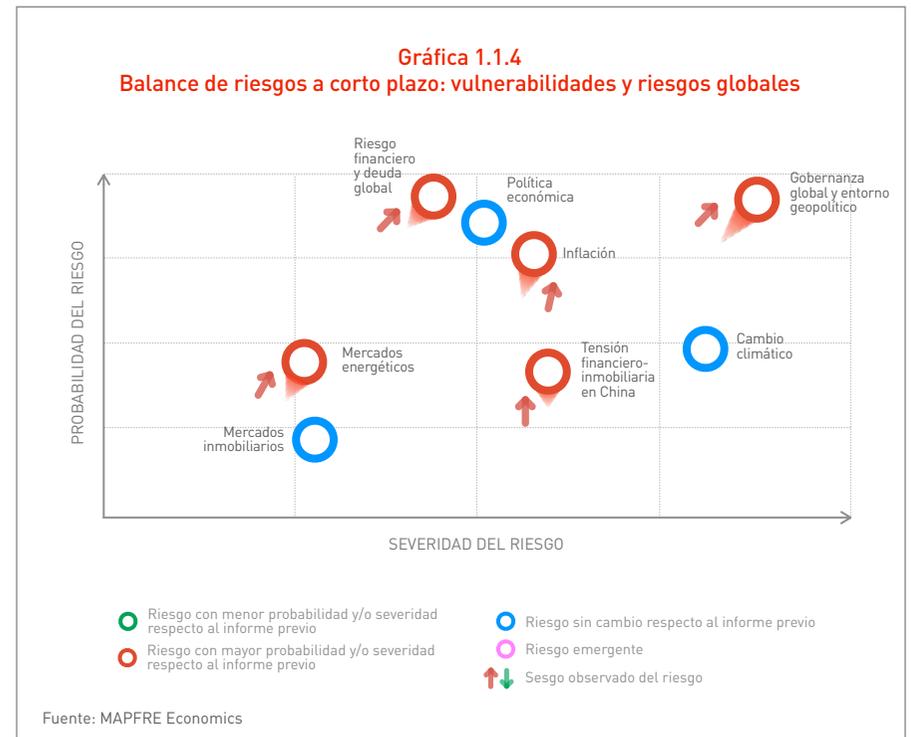
#### Inflación

A lo largo de los últimos meses, los datos de inflación han seguido moderándose a la baja, principalmente los precios al productor y la subyacente, aunque en algunos países se interrumpía esta trayectoria por efecto del componente de los precios de la energía. De cara a los

próximos trimestres, se espera que la inflación se siga moderando como resultado de la política monetaria restrictiva, pero contrapesado por el posible repunte en los precios de la energía y los efectos de las renegociaciones salariales en curso.

#### Riesgo financiero y deuda global

Al final del segundo trimestre de 2023, la deuda agregada mundial alcanzó 307,1 billones de dólares (trillones en el sistema anglosajón), lo que supone casi un 336% del PIB mundial, con un aumento de 0,9



billones en el trimestre y de 9,9 billones en un año. Este aumento se produce, principalmente, en la deuda de los gobiernos y del sector financiero, mientras que la de los hogares y las empresas no financieras han seguido una senda de ligera reducción en los últimos dos años.

Las subidas de tipos de interés de los bancos centrales de todo el mundo han afectado, en primera instancia, a los tipos de los tramos cortos de la curva (generando una inversión de la curva de tipos, principalmente en Estados Unidos), pero influenciando también el comportamiento de los tipos de interés de largo plazo del mercado. Las políticas de reducción de balance de los bancos centrales han favorecido el repunte de tipos de interés de largo plazo, dado que los bonos tienen que encontrar una demanda sustitutiva en el mercado. Más recientemente, con el estallido del conflicto en Oriente Medio, el mercado empezó a descontar posibles escenarios de costes energéticos más altos y, por ello, de una inflación más persistente y de unos tipos de interés (cortos y largos) más altos durante un periodo mayor. Esto afectará los costes del servicio de deuda tanto de gobiernos como del sector privado, los cuales irán impactando gradualmente al ritmo de las renovaciones. De ahí la urgencia por reencauzar las expectativas de inflación y, por ello, las promesas de una política monetaria restrictiva por más tiempo. No obstante, considerando los niveles de deuda actuales a nivel mundial, los riesgos de un potencial accidente financiero aumentan; factor que los bancos centrales tendrán que sopesar, a fin de encontrar un equilibrio entre la restricción monetaria para contener la inflación y la necesaria estabilidad financiera.

### Política económica

En el ámbito de la política económica, hay dos vectores principales a tomar en consideración. Por un lado, está el combate a la inflación por parte de los bancos centrales y, por el otro, las políticas de estímulos por parte de los gobiernos en un esfuerzo por conseguir el tan deseado *aterrizaje suave*. En los últimos meses, la inflación ha revelado una

tendencia general a moderarse, revelando que la transmisión de la política monetaria finalmente está funcionando conforme a lo previsto, reduciendo la disponibilidad de crédito y endureciendo las condiciones de financiación. En el mercado inmobiliario se ha producido una reducción de la capacidad de endeudamiento de los solicitantes y, por tanto, también de la concesión de crédito. Esto se está observando igualmente en el sector de la construcción en diversos países en donde la actividad se está reduciendo visiblemente, como es el caso de Alemania. Por otro lado, están los gobiernos con sus políticas de estímulo, como el *Inflation Reduction Act* en Estados Unidos y el Fondo de Recuperación y Resiliencia y el RePowerEU en la Eurozona. Estos programas de ayuda e inversión han estado amortiguando en parte la contracción de crédito y sosteniendo la actividad. En estos momentos, aparentemente, se está dando un equilibrio entre estas dos fuerzas que, en ausencia de algún accidente financiero, apunta a que conseguirá evitar las recesiones tanto en Estados Unidos como en la zona euro, aunque no así en el caso de Alemania.

### Tensión financiero-inmobiliaria en China

En China, el crecimiento económico se está consiguiendo mantener gracias al desempeño de algunos sectores industriales, como la producción de automóviles, sector que ha superado en producción a Alemania y Japón. Por otra parte, el banco central también ha estado relajando la política monetaria a través de diferentes palancas, con el objetivo de mantener flujo de crédito a la economía. A finales de octubre, el gobierno central ha anunciado de forma inesperada un soporte fiscal por un importe de 1 billón de yuanes (1 trillón anglosajón); apoyo que implica aumentar el déficit desde el 3,0% al 3,8% del PIB. Este soporte fiscal está orientado, entre otras cosas, a apoyar algunos gobiernos regionales que estén en situación financiera tensionada. Hay también tensión en el mercado inmobiliario, con las conocidas dificultades de los grandes promotores, entre los cuales destaca Country Garden que ha entrado en impago en octubre.

### Mercados inmobiliarios

El alza de los tipos de interés y el endurecimiento de las condiciones de acceso a la financiación continúan debilitando el apetito por el sector inmobiliario. De momento, los precios se están ajustando de forma muy moderada y, en algunos casos, se mantienen sin cambios significativos. No obstante, la transmisión de la política monetaria, que comienza a ganar tracción, empieza por sentirse en la construcción de obra nueva: Alemania (-30%), Francia (-24%), Estados Unidos (-30% en construcción residencial y -7% en el agregado). Así, en los próximos meses podrían comenzar a verse ajustes en los precios inmobiliarios, aunque este mercado es muy inelástico a la baja y más bien el efecto suele traducirse en una reducción del número de transacciones. En Estados Unidos, en particular, hay tensión en el sector inmobiliario comercial (oficinas y comercio), con tasas de ocupación en las oficinas a la baja agravadas por la tendencia al trabajo en remoto.

### Cambio climático

Las vulnerabilidades asociadas al cambio climático (aumento en la frecuencia y severidad de ciclones, huracanes, inundaciones, entre otros fenómenos) se reflejan principalmente en eventos climatológicos extremos que afectan a los precios de los alimentos y a los costes materiales de construcción. La sociedad tendrá que acelerar la inversión en la transición energética, pero en el proceso existe el riesgo de discontinuar el acceso a energía a precios moderados, con el consecuente impacto en la competitividad, la productividad y el nivel de actividad económica.

### Gobernanza global y entorno geopolítico

El contexto de inquietud social y belicosidad ha alcanzado en este trimestre su cota máxima desde hace varias décadas. La crisis en Oriente Medio generada a principios de octubre consiguió una

movilización institucional favorable a Israel, que se contrapone con una lectura partisana, popular en Europa y no tanto así en Estados Unidos. Las diferencias y el partisanismo ideológico provocados por el conflicto se han agravado con el comienzo de la Fase II de la campaña israelí por tierra. Así, existe un riesgo real de que el conflicto se extienda a la región y provoque una crisis en Oriente Medio, similar a la vivida en los años setenta del siglo pasado con la Guerra del Yom Kippur. No obstante, por ahora los mercados no se han hecho eco de esta situación. El ratio oro/cobre, medida de aversión al riesgo, está en su media histórica en este momento. El apoyo incondicional de Estados Unidos a Israel ha suscitado dudas sobre la sostenibilidad del apoyo *numerario* simultáneo a Ucrania. El reordenamiento de las prioridades de un Congreso demócrata, o bien el refuerzo de la visión estadounidense, restarían enteros al aporte para la causa de Ucrania, con lo que la crisis ahí tendría un final más certero y cercano en el tiempo.

Con respecto al conflicto entre Ucrania y Rusia, dos elementos están en juego, pese a que tácticamente la guerra se ha estancado. El primero es el potencial nuevo gobierno polaco de Donald Tusk y, el segundo, el avance de las conversaciones para definir cómo sería una situación tras el conflicto bélico (que se ha discutido en la reunión internacional de Malta el 27-28 de octubre pasado). Aunque en dicha reunión no participó Rusia, el incremento de participantes y la reducción del número de países que hasta ahora no se posicionaban ofrecen algunas esperanzas a Ucrania. Las materias primas y el gas continúan en terreno relativamente moderado, aunque con episodios de volatilidad. El efecto base de la situación del año pasado ayuda, así como la menor demanda industrial y de consumo global que mantiene precios relativamente estables. Con todo, el conflicto en Ucrania no tiene visos de resolverse sin una narrativa para un vencedor.

Además de estos focos de conflicto global, Europa se ve influida por la situación del Sahel, no solamente porque el golpe de estado en Níger representa la enésima caída de un gobierno democrático en favor de una

junta militar, sino porque crecientemente Francia pierde peso específico en la región a favor de Rusia y China, y porque el acopio de materiales para su industria energética atómica podría verse comprometido. A las puertas de Europa también se encuentra el conflicto del Alto Karabaj, entre Armenia y Azerbaiyán. El tensionamiento de esta situación es limitado en la medida en que Turquía (favorable a Azerbaiyán) elude enfrentarse a Rusia (favorable a Armenia), ya que ambos países también se ven y dialogan sobre el tránsito de gas y grano a través del mar Negro y el Bósforo.

## 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

### 1.2.1 Estados Unidos

#### Dinamismo en actividad y empleo, pero con riesgos en aumento.

La economía de los Estados Unidos ha crecido un 2,9% a/a en el tercer trimestre de 2023 (4,9% t/t anualizado y ajustado [saar]). Este desempeño económico, sin duda alguna, ha sorprendido, ya que reveló un sólido comportamiento del consumo privado, del consumo del gobierno y de las inversiones. A pesar de ello, se observa un cierto agotamiento de los ahorros acumulados de las familias, así como un aumento del recurso al crédito. Las exportaciones, por su parte, crecieron a un 6,2% a/a, en tanto que las importaciones lo hicieron un 5,7% a/a.

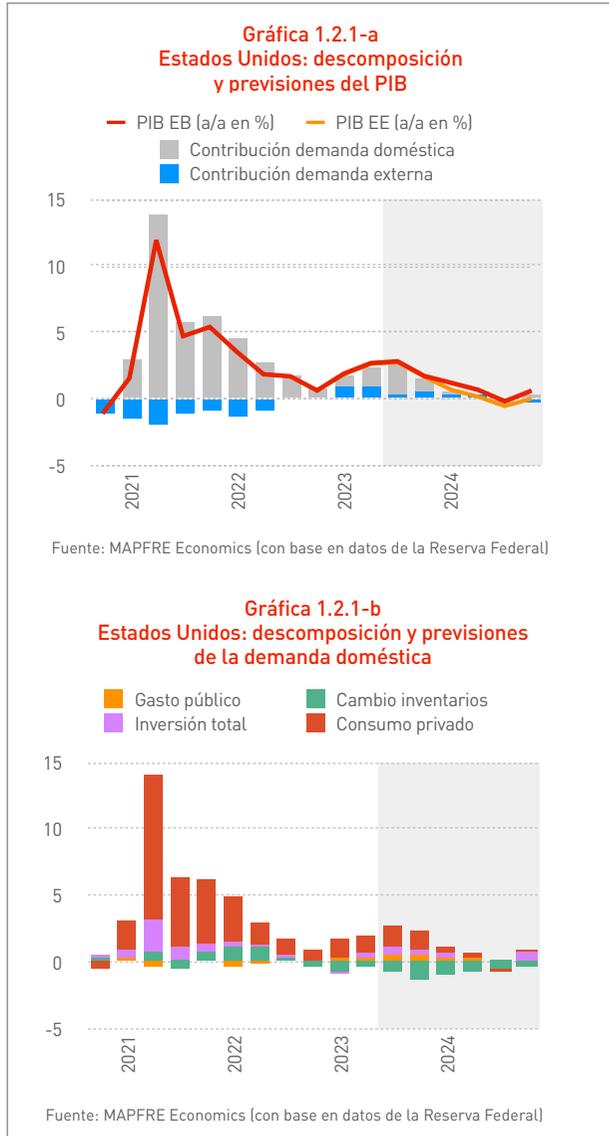
El mercado laboral estadounidense se mantiene fuerte, con las nuevas peticiones de subsidio de desempleo (*initial claims*) bajando desde el mes de junio. Asimismo, el índice de indicadores adelantados de la *Conference Board* se ha estabilizado en los últimos meses (-7,8 en septiem-

bre). No obstante, se observa una contracción en el crédito y en el sector de la construcción, mientras que el sector manufacturero está solo marginalmente en positivo (0,25% a/a). De igual forma, el indicador de confianza del consumidor se ha estabilizado, aunque muy por debajo del nivel registrado durante el período 2018-2019. En cuanto a las encuestas de actividad futura, los índices de gestores de compras (PMIs) de octubre se situaron así: el compuesto en 51,0 puntos, el manufacturero en 50,0 y el de servicios en 50,9; solo el manufacturero en zona de contracción.

De cara a los próximos trimestres, una contracción en el crédito y una subida del coste impactará en los niveles de actividad económica, aunque podría ser compensado por los programas de estímulo del gobierno (*Inflation Reduction Act*). Asimismo, la subida de tipos de interés en los mercados de crédito (bonos soberanos y privados en todos los plazos) se traduce en un endurecimiento del crédito, lo que quizá permitirá a la Reserva Federal no tener que endurecer más el mercado monetario. Las previsiones de crecimiento del PIB para el escenario base mejoran y se sitúan ahora en un crecimiento del 2,3% en 2023, y del 0,6% en 2024, eventualmente consiguiendo el muy deseado, pero no obvio, aterrizaje suave (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

#### Estados Unidos

- El 2023 avanza con un desempeño mejor de lo esperado.
- El *shock* de tipos de interés y energético se empezará a notar en los niveles de actividad.
- La Reserva Federal ha pausado las subidas hasta ver cómo resiste la economía a unos tipos de interés de política monetaria del 5,50% y unos bonos a 10 años al 5,00%.
- La agencia calificadora Fitch rebaja en agosto el rating de Estados Unidos a AA+, por el descontrol en el gasto.



**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)	3,0	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,3	0,6	2,2	0,1
Contribución de la demanda doméstica	3,2	2,6	-2,0	7,1	2,4	1,3	0,0	1,3	-0,5
Contribución de la demanda externa	-0,3	-0,1	-0,2	-1,3	-0,5	0,7	0,2	0,7	0,3
Contribución del consumo privado	1,9	1,4	-1,7	5,6	1,7	1,4	0,2	1,4	-0,1
Contribución de la inversión total	1,1	0,6	-0,2	1,2	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2
Contribución del gasto público	0,2	0,5	0,4	0,0	-0,1	0,4	0,2	0,4	0,2
Consumo privado (% a/a)	2,7	2,0	-2,5	8,4	2,5	2,1	0,3	2,0	-0,2
Gasto público (% a/a)	1,4	3,9	2,9	0,3	-0,9	2,8	1,4	2,8	1,4
Inversión total (% a/a)	5,0	2,9	-1,0	5,3	0,9	1,5	1,1	1,5	0,8
Exportaciones (% a/a)	2,9	0,5	-13,1	6,3	7,0	1,8	0,0	1,8	-0,1
Importaciones (% a/a)	4,0	1,2	-9,0	14,5	8,6	-3,2	-1,1	-3,3	-2,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,8	3,6	6,8	4,2	3,6	3,9	5,0	3,9	5,1
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	3,6	2,2	4,3	2,2
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-6,6	-14,6	-11,9	-4,5	-7,5	-7,3	-7,5	-7,4
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,1	-2,8	-3,5	-3,8	-3,1	-2,9	-3,1	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	5,75	4,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	2,81	1,91	0,24	0,21	4,77	5,60	4,77	5,62	4,77
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,69	1,92	0,93	1,52	3,88	4,65	4,07	4,65	5,08
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	1,05	1,07	1,05	1,07
Crédito privado (% a/a, media)	4,7	5,0	6,3	14,8	2,1	-3,3	1,6	-3,3	2,1
Crédito familias (% a/a, media)	3,5	3,4	3,3	8,0	7,5	4,1	5,6	4,1	5,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,1	6,0	8,7	4,6	10,8	4,5	2,1	4,5	2,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,9	2,4	6,8	4,8	9,8	6,0	0,9	6,0	1,2
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	6,4	7,4	15,2	11,2	3,3	5,1	6,5	5,0	6,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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

Por su parte, la inflación general (IPC) se ha estado moderando desde mediados de 2022, y la subyacente lo sigue haciendo (4,1% en septiembre), pero la general ha rebotado en los últimos dos meses (3,7% en agosto y en septiembre), mostrando que el tramo final de convergencia al objetivo (2%) será aún difícil de alcanzar. De hecho, se presentan ya efectos de segunda ronda, con paralizaciones de producción en algunos sectores por demandas de subidas salariales. Por componentes, la alimentación sube un 3,7%, especialmente en los restaurantes (6,0%). Los combustibles de automoción subieron (2,2%), aunque este comportamiento podría agravarse de cara a los próximos meses debido a las tensiones en Oriente Medio.

En su reunión de septiembre, la Reserva Federal no elevó los tipos de interés, dejándolos en 5,50% (banda alta), con la última subida en julio de 25 puntos básicos (pbs). En las últimas semanas, dadas las subidas de rendimiento de los bonos en todos los tramos y el aumento del precio del petróleo por el conflicto en Israel, varios miembros de la Reserva Federal ya se han manifestado por la posibilidad de no aumentar más la restricción monetaria mediante la subida adicional de los tipos de interés. En este sentido, querrían primero observar el efecto de las anteriores subidas, ya que las subidas de rendimientos en los bonos en todos los tramos equivalen a un endurecimiento monetario. Las condiciones de crédito más exigentes ya se están transmitiendo a la actividad económica. La Reserva Federal pretendería no endurecer demasiado las condiciones, ya que esto tiene implicaciones para la estabilidad del sistema financiero, tal como se ha visto con las quiebras bancarias del pasado mes de abril.

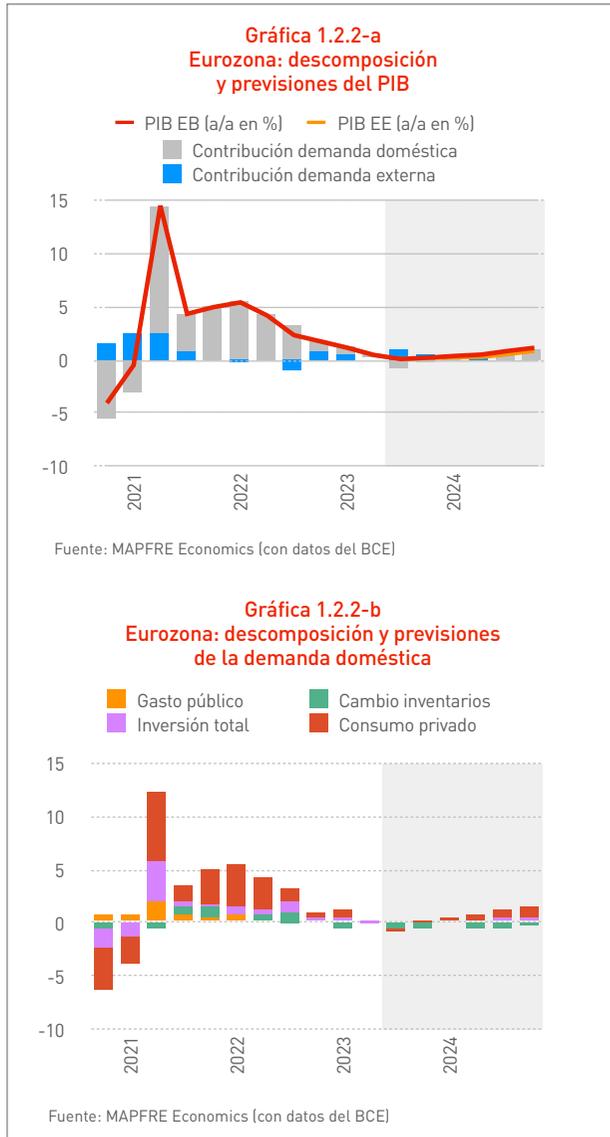
Los riesgos para la actividad económica y la estabilidad financiera empiezan a ser cada vez más visibles. Aunque el escenario base considerado en este informe es el de un aterrizaje suave, el de una recesión está lejos de poder ser descartada. Para empezar, la curva de tipos de interés invertida en muy pocas ocasiones no ha precedido recesión, aunque esto es posible. Segundo, se está ante un choque de

tipos de interés (desde los 0,25% de 2021 a los 5,50% actuales) y muchos negocios no están diseñados para ser rentables con este nivel de tasas (por ejemplo, el inmobiliario de alquiler, oficinas y comercio, y también los precios de la financiación automóvil). Adicionalmente, ante la creciente inestabilidad en Oriente Medio y los recortes de producción por parte de la OPEP, podría presentarse un nuevo choque energético. No menos importante son los riesgos en el sistema bancario, especialmente con las minusvalías no realizadas en los bonos, y los riesgos del alto endeudamiento del gobierno estadounidense. En agosto, la agencia calificadora Fitch Ratings ha rebajado la calificación soberana de Estados Unidos, de AAA a AA+, a partir del deterioro fiscal previsto para los próximos tres años, una carga de la deuda de las administraciones públicas elevada y creciente, y la erosión del control de gasto comparado con sus homólogos con calificación AA y AAA. A pesar de ello, no se prevé que haya voluntad política de encauzar el gasto antes de las elecciones presidenciales de 2024.

## 1.2.2 Eurozona

### La transmisión de la política monetaria comienza a desacelerar la demanda.

El PIB de la Eurozona creció solo un 0,1% t/t en el segundo trimestre de 2023 (0,5% a/a), manteniendo la atonía en la estimación del tercer trimestre, con un -0,1% t/t (0,1 a/a), principalmente por el efecto que el coste energético ha tenido sobre la inflación y por el impacto que el coste financiero está teniendo sobre la actividad. La demanda doméstica ha crecido únicamente un 0,6% t/t, mientras que la inversión lo ha hecho un 2,1% t/t y las exportaciones decrecen un -0,7% t/t. Las encuestas de PMIs (índice de gestores de compras) de octubre están todas en zona de contracción, con el manufacturero en 43,0 puntos, el compuesto en 46,5, el de servicios en 47,8 y el de construcción en 43,6. La producción industrial ha caído un -2,2% en julio, especialmente en el sector energía y bienes de consumo duradero, aunque repuntó ligeramente en agosto



**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	-6,3	5,6	3,4	0,5	0,7	0,5	0,5
Contribución de la demanda doméstica	1,7	2,3	-5,7	4,2	3,5	-0,1	0,6	-0,1	0,3
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,7	-0,6	1,4	-0,1	0,5	0,1	0,5	0,1
Contribución del consumo privado	0,8	0,7	-4,2	2,2	2,2	0,2	0,7	0,2	0,5
Contribución de la inversión total	0,7	1,4	-1,4	0,8	0,6	0,2	0,2	0,1	0,0
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,2	0,9	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,4	-7,8	4,1	4,3	0,4	1,2	0,4	1,0
Gasto público (% a/a)	1,0	1,8	1,1	4,1	1,4	0,0	0,7	0,0	0,7
Inversión total (% a/a)	3,2	6,5	-6,5	3,6	2,9	0,7	0,7	0,7	0,2
Exportaciones (% a/a)	3,6	3,2	-9,3	11,0	7,2	0,6	2,2	0,6	2,0
Importaciones (% a/a)	3,8	5,0	-8,7	8,7	8,1	-0,5	2,2	-0,5	1,9
Tasa de paro (% último trimestre)	7,9	7,5	8,3	7,1	6,7	6,5	6,7	6,5	6,8
Inflación (% a/a, media)	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	5,6	2,5	5,7	3,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,9	1,0	-0,3	4,6	10,0	3,5	1,7	3,7	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-0,4	-0,6	-7,1	-5,3	-3,7	-3,3	-3,0	-3,3	-3,2
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,0	-5,5	-3,9	-1,9	-1,7	-1,2	-1,7	-1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,9	2,5	1,7	2,8	-0,6	1,7	1,9	1,6	1,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,00	4,50	3,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	4,00	2,30	3,99	2,22
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,17	0,32	-0,19	0,32	3,39	3,95	3,51	3,95	4,54
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,05	1,07	1,05	1,07
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	2,9	3,9	4,2	1,8	3,2	1,7	3,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,6	1,1	3,1	3,3	5,7	1,3	2,8	1,3	2,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,7	2,9	-0,3	0,5	8,4	0,3	1,4	0,3	1,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	12,5	13,1	19,7	17,7	13,5	14,5	13,9	14,5	13,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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

(0,6% mensual). La encuesta a la industria anticipa una contracción en los pedidos totales (-18,0) y en los pedidos de exportación (-21,4). Asimismo, el índice de indicadores adelantados lleva meses empeorando, especialmente el componente de la curva de tipos (invertida) y la caída en los permisos de construcción. La confianza del consumidor sigue en negativo y ha vuelto a girar a la baja (-17,8). Las ventas de automóviles lideran de forma exclusiva el crecimiento (24,3%), por la demanda embalsada en los últimos años y por las subvenciones a la compra de vehículos híbridos y eléctricos. De esta forma, la economía en el agregado de la Eurozona ha mostrado cierta resiliencia, gracias a la relajación de los déficits fiscales, y a las ayudas del plan de recuperación y crecimiento y del plan de impulso a las energías renovables (NextGenEU). En este contexto, se prevé un crecimiento del 0,5% para 2023 y del 0,7% la de 2024 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

### Eurozona

- **La financiación para la economía está endureciéndose y, con ello, resintiéndose el crecimiento de la demanda.**
- **Los indicadores adelantados de la Eurozona apuntan a un enfriamiento de los niveles de actividad económica, especialmente en la industria.**
- **El control de la inflación pasará por abaratar la energía.**

Por otra parte, la inflación agregada de la Eurozona se ha situado en el 2,9% en octubre (frente al 4,3% de septiembre), mientras que la subyacente se mantuvo en el 4,2% (frente al 4,5% anterior). Los precios al productor ya están subiendo nuevamente debido al efecto de las tensiones en los mercados de la energía. Asimismo, los precios de los alimentos se desaceleraron hasta el 7,5%, al tiempo que los servicios se moderaron hasta el 4,6%. A su vez, los precios de la energía descendieron nuevamente un -11,1% (frente al -4,6% de septiembre).

El Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de septiembre, subió los tipos de interés en 25 pbs, manteniendo en octubre los tipos principales de financiación en 4,50% y los de depósito en 4,00%. El Consejo aún espera una inflación demasiado alta por algún tiempo. Así, los expertos del BCE han revisado ligeramente a la baja la senda proyectada de la inflación, excluidos la energía y los alimentos, hasta una media del 5,1% en 2023, del 2,9% en 2024 y del 2,2% en 2025. Las anteriores subidas de los tipos de interés siguen transmitiéndose con fuerza a la economía real. Así, las condiciones de financiación han vuelto a endurecerse y están frenando cada vez más la demanda, lo que es un factor importante para que la inflación vuelva al objetivo. Dado el impacto creciente de este endurecimiento monetario sobre la demanda interna y el debilitamiento del entorno del comercio internacional, el BCE ha rebajado significativamente sus proyecciones de crecimiento económico.

Los riesgos para la economía real y el sector financiero en la Eurozona van en aumento. Con el coste financiero al alza, tanto a corto plazo (banco central, Euribor, bonos a corto) como a largo plazo, y con los bonos del gobierno a aumentar rendimientos en el mercado, aumenta el riesgo de perturbaciones a la estabilidad financiera. A nivel de actividad, la eficaz transmisión de la política monetaria sobre la disponibilidad y coste del crédito están frenando cada vez más la demanda. El BCE considera que esto es necesario para frenar la inflación. Sin embargo, como la inflación tiene además componentes energéticos, componentes de coste de oferta, y de excesivo gasto público, puede darse el caso de que unos costes financieros más altos alimenten más la inflación en vez de moderarla. En Europa, los altos niveles de indexación salarial y el poder de negociación de los trabajadores también hacen que la moderación de precios no sea un objetivo fácil de alcanzar. El objetivo de volver a conseguir energía barata debería ser la prioridad número uno, aunque eso obligaría a superar muchas barreras geopolíticas.

### 1.2.3 España

#### La economía se muestra más resiliente que la de otros países europeos, pero la desaceleración parece inevitable.

La economía española se ha mostrado más resiliente que otras economías europeas, con un crecimiento de 0,3% t/t en el tercer trimestre del año (1,8% a/a), luego de un segundo trimestre con un crecimiento del 0,5% t/t. Estas cifras son bastante buenas en un contexto de mayores costes financieros y una tendencia a la contracción del crédito. El consumo de los hogares sigue creciendo (1,4% t/t), así como el gasto público (0,6% t/t) gracias al déficit fiscal y los diferentes fondos de la Unión Europea. La inversión decrece ligeramente (-0,4%), aún con el impulso de los proyectos asociados al programa RePower EU, aunque la construcción ya empieza a desacelerarse en vista de la evolución en la concesión de hipotecas (-20,0% a/a).

#### España

- La contracción del crédito y la subida del Euribor impactarán el dinamismo de la economía española.
- La financiación del gobierno será gradualmente más cara en las próximas emisiones.
- La inflación podría repuntar por la subida del precio del petróleo en los últimos meses.

De cara al cuarto trimestre de 2023, se espera una continuación en la desaceleración, como resultado de la eficaz transmisión de la política monetaria del BCE, la cual tiene como objetivo un enfriamiento de la actividad para controlar la inflación. La producción industrial ha bajado en agosto un -3,6%. Asimismo, las ventas al por menor crecen a nivel interanual un 7,0 %, pero caen un -7,2% en agosto respecto a julio. El fin de la temporada turística también contribuirá a una moderación del crecimiento en el último trimestre del año. Con todo, los índices de

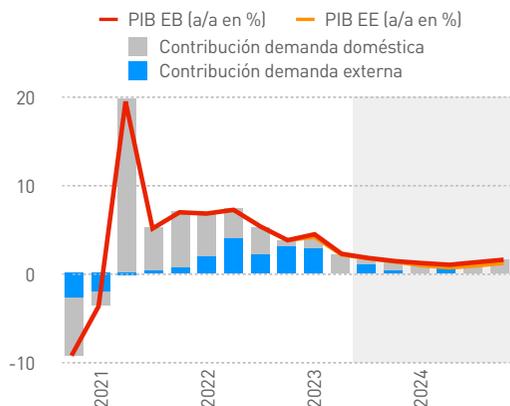
gestores de compras (PMIs) de septiembre se han situado en positivo, excepto el manufacturero que se ubica en 47,7 puntos; el de servicios está en 50,5 y el compuesto en 50,1 puntos. El índice de confianza del consumidor empeora al -20,2, y el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (99,0) está por debajo de los niveles de 2019, en tanto que la encuesta al sector minorista es positiva, pero en desaceleración.

De cara a los próximos trimestres, se espera una moderación del crecimiento de la economía española, debido a los costes financieros más elevados, especialmente el Euribor que irá quitando renta disponible a las familias que tienen hipotecas, mientras que los alquileres también se han elevado gracias a que la capacidad de pago de hipotecas se está reduciendo y hay una mayor demanda en el mercado de alquiler. Asimismo, se espera una desaceleración de las exportaciones a raíz de la desaceleración en los mercados de destino y una moderación del turismo. De esta forma, conforme a este contexto se anticipa un crecimiento del PIB español del 2,5% para 2023 y 1,3% para 2024 (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Por otra parte, la inflación en octubre se ha quedado estable en el 3,5%, aunque mensualmente ha repuntado (0,3% m/m), con la armonizada creciendo al 0,3% m/m, mientras que la subyacente se situó en un 5,2%. Los alimentos siguen aumentando sus precios por encima del 10% (septiembre), en tanto que, en general, todas las partidas se están moderando. La subida del precio del petróleo en los meses de verano posiblemente se reflejará en los productos finales e interrumpirá la racha descendiente de la inflación. Está previsto que las ayudas temporales al gasóleo agrícola y de transporte por carretera finalicen en diciembre.

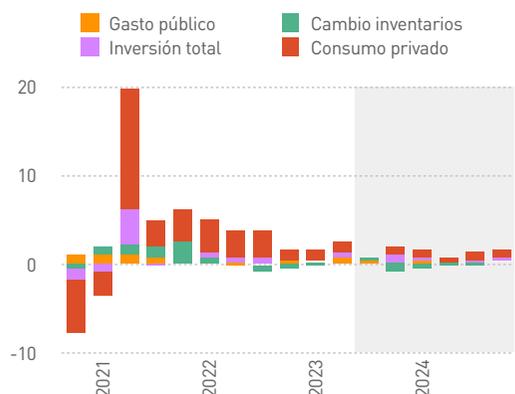
Entre los riesgos de corto plazo a los que se enfrenta la economía española, se encuentra la subida del Euribor, que afectará a las familias con hipotecas y, como derivada de ello, impactará en la subida de los precios de los alquileres en las nuevas contrataciones. La construcción

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INE)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INE)

**Tabla 1.2.3**  
España: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	2,3	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,5	1,3	2,4	1,0
Contribución de la demanda doméstica	2,9	1,6	-8,9	6,7	3,0	1,4	1,0	1,4	0,7
Contribución de la demanda externa	-0,6	0,4	-2,3	-0,3	2,8	1,0	0,2	1,0	0,3
Contribución del consumo privado	1,0	0,6	-7,0	4,0	2,7	0,9	0,8	0,9	0,7
Contribución de la inversión total	1,2	0,9	-1,8	0,6	0,5	0,3	0,2	0,3	0,1
Contribución del gasto público	0,4	0,4	0,7	0,7	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,7	1,1	-12,3	7,1	4,7	1,6	1,5	1,6	1,2
Gasto público (% a/a)	2,3	1,9	3,6	3,4	-0,2	2,2	0,9	2,2	0,9
Inversión total (% a/a)	6,3	4,5	-9,0	2,8	2,4	1,6	1,2	1,6	0,7
Exportaciones (% a/a)	1,7	2,2	-20,1	13,5	15,2	4,0	2,2	4,0	2,0
Importaciones (% a/a)	3,9	1,3	-15,0	14,9	7,0	1,5	1,9	1,5	1,5
<b>Tasa de paro (% , último trimestre)</b>	14,5	13,8	16,1	13,3	12,9	11,5	11,6	11,5	11,8
<b>Inflación (% a/a, media)</b>	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,5	2,5	3,7	2,8
<b>Inflación (% a/a, último trimestre)</b>	1,7	0,4	-0,7	5,8	6,6	3,8	1,8	4,0	2,1
<b>Balance fiscal (% PIB)</b>	-2,6	-3,1	-10,1	-6,7	-4,7	-3,9	-3,8	-3,9	-4,0
<b>Balance fiscal primario (% PIB)</b>	-0,2	-0,8	-7,8	-4,6	-2,4	-1,7	-1,3	-1,7	-1,4
<b>Balance cuenta corriente (% PIB)</b>	1,9	2,1	0,6	0,8	0,6	3,0	2,7	2,9	2,1
<b>Tipo de interés oficial (final período)</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,00	4,50	3,25
<b>Tipo de interés a 3 meses (final período)</b>	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	4,00	2,30	3,99	2,22
<b>Tipo de interés a 10 años (final período)</b>	1,42	0,47	0,06	0,60	3,66	4,32	4,17	4,32	5,60
<b>Tipo de cambio vs USD (final período)</b>	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,05	1,07	1,05	1,07
<b>Tipo de cambio vs Euro (final período)</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Crédito privado (% a/a, media)</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Crédito familias (% a/a, media)</b>	-0,3	-0,2	-1,0	0,1	0,5	-2,1	-0,9	-2,1	-1,1
<b>Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)</b>	-1,9	0,0	2,0	3,4	2,2	-1,1	3,2	-1,1	2,7
<b>Crédito S.P. financiero (% a/a, media)</b>	6,5	6,5	3,2	-0,8	-12,1	-1,0	2,5	-1,0	3,3
<b>Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)</b>	5,6	8,2	17,7	13,8	7,6	11,1	9,1	11,1	9,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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

también tenderá a desacelerarse, a raíz de la reducción de la capacidad de pago de las familias ante las hipotecas. El precio del inmobiliario es más rígido a la baja, pero la política de “tipos de interés más altos por más tiempo” del BCE puede cambiar las perspectivas a medio plazo. Las otras vías esperables de desaceleración provienen de los países originadores de turismo y de los mercados de exportación. En contrapartida, por el lado positivo, se tienen todavía los planes de gasto del Fondo de Recuperación y Resiliencia y del fondo RePowerEU para inversión en energías limpias. Asimismo, el gobierno sigue con un déficit fiscal alto. Así, la subida del rendimiento de los bonos del Tesoro pesará en los costes de financiación, al ritmo de las nuevas emisiones.

#### 1.2.4 Alemania

##### La economía se estanca en el segundo trimestre y las perspectivas son complejas.

De acuerdo con los datos más recientes, la economía de Alemania se ha contraído en el tercer trimestre de 2023 (-0,1% t/t), encadenando de esa forma cuatro trimestres de datos malos en materia de desempeño económico. Más aún, con los costes financieros y los costes energéticos en aumento, la demanda final del consumidor tenderá a verse afectada. Por su parte, la producción industrial está en caída (-2,0%) y los pedidos de fábrica se han reducido igualmente (-10,2%). Los pedidos de nueva construcción encadenan dos años de caída, en tanto que el volumen de actividad en la construcción

**Alemania**

- **La economía alemana se desacelera.**
- **La financiación y la energía más caras están pasando factura en los niveles de actividad industrial.**
- **Los pedidos de fábrica caen un 10%.**
- **La construcción baja un 20% y en el segmento residencial un 30%.**

se ha reducido cerca de un 20% desde los niveles de 2021, y un 30% en la construcción residencial. La financiación y las energías más caras están pasando factura en los niveles de actividad industrial. La incertidumbre sobre el precio de los energéticos a futuro influye en la planificación industrial, y la producción automóvil ha caído casi a la mitad en los últimos cuatro años, en un movimiento de deslocalización.

El índice IFO de confianza empresarial está en negativo, con muchos sectores esperando contracciones importantes del volumen de negocio. Por su parte, el índice de perspectivas en construcción (-33), y el de desarrollo esperado de negocios (-44) muestran datos negativos. Los índices de gestores de compras (PMIs) del mes de octubre se ubican en zona de contracción, con el compuesto en 45,8 puntos, el de servicios en 48,0 y el manufacturero en 40,7. Las ventas al por menor están cayendo prácticamente en todas las rúbricas (-4,6% en septiembre). Las ventas de automóviles, por su parte, se mantienen fuertes creciendo un 15,6% a/a. La confianza del consumidor sigue en niveles negativos (-28,1 en septiembre).

Para los próximos trimestres no se anticipa una recuperación de los niveles de actividad económica, en virtud del impacto de los altos tipos de interés para la economía, con el Euribor a 1 año alcanzando los 4,22%, y del *shock* de precios de petróleo (Brent 91 USD/bl). En este contexto, se han ajustado las estimaciones de crecimiento del PIB de Alemania a una contracción del -0,5% en 2023, con una ligera recuperación del 0,3% en 2024, considerando que se prevé que el BCE solo bajará tipos gradualmente a partir del segundo trimestre de 2024 (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Por su parte, la inflación de octubre se ha quedado en un 3,8% a/a, una cifra que se beneficia de la comparación interanual, pero que mensualmente no desciende (0,0% m/m). De entre los principales rubros, los precios de la alimentación siguen al alza (7,7% en

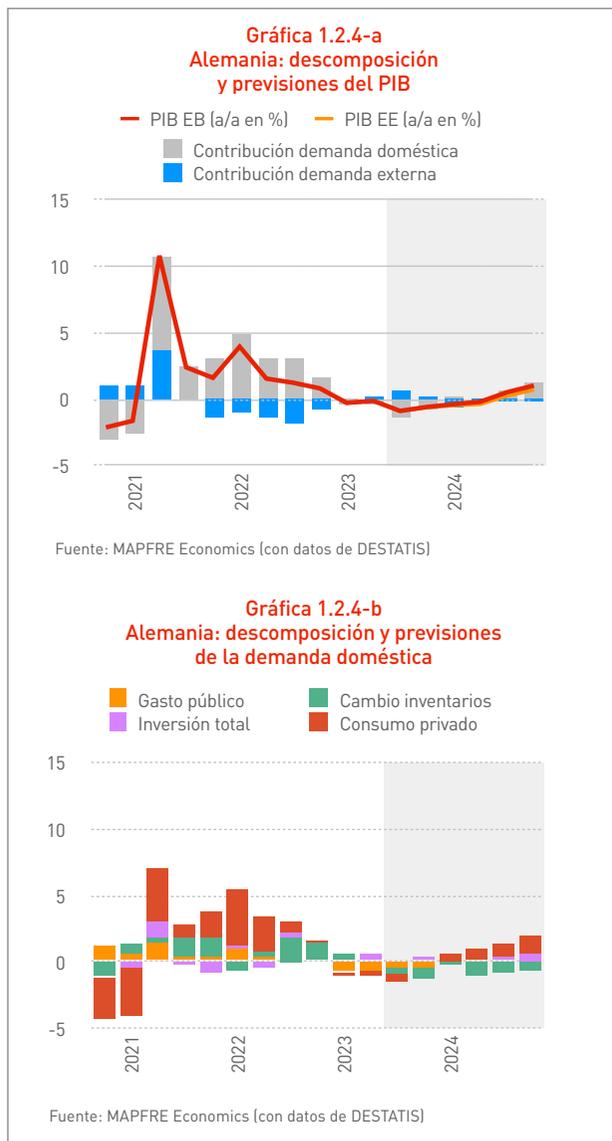
Tabla 1.2.4

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	-4,2	3,1	1,9	-0,5	0,3	-0,6	0,0
Contribución de la demanda doméstica	1,6	1,4	-3,1	2,4	3,1	-0,8	0,5	-0,8	0,3
Contribución de la demanda externa	-0,5	-0,3	-1,1	0,8	-1,3	0,3	-0,3	0,3	-0,3
Contribución del consumo privado	0,8	0,9	-3,2	0,8	2,0	-0,2	1,0	-0,2	0,9
Contribución de la inversión total	0,7	0,4	-0,7	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2
Contribución del gasto público	0,2	0,5	0,8	0,7	0,3	-0,6	0,0	-0,6	0,0
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,6	-6,1	1,5	3,9	-0,5	1,8	-0,5	1,7
Gasto público (% a/a)	0,8	2,6	4,1	3,1	1,6	-2,6	0,0	-2,6	0,0
Inversión total (% a/a)	3,4	1,8	-3,2	-0,3	0,2	0,9	1,4	0,9	1,0
Exportaciones (% a/a)	2,4	2,3	-10,0	9,5	3,5	-0,4	1,7	-0,4	1,4
Importaciones (% a/a)	4,1	3,4	-8,9	8,8	6,8	-1,0	2,6	-1,0	2,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	5,0	6,1	5,3	5,5	5,8	5,6	5,8	5,7
Inflación (% a/a, media)	1,8	1,4	0,5	3,1	6,9	6,0	2,0	6,1	2,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,0	1,2	-0,1	4,7	8,6	3,8	0,8	4,0	0,5
Balance fiscal (% PIB)	1,9	1,5	-4,3	-3,6	-2,5	-2,6	-1,9	-2,6	-2,1
Balance fiscal primario (% PIB)	2,8	2,3	-3,7	-3,1	-1,9	-1,8	-0,9	-1,8	-1,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,0	8,4	7,0	7,8	4,3	5,9	5,3	5,9	4,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,00	4,50	3,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	4,00	2,30	3,99	2,22
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,25	-0,19	-0,58	-0,18	2,57	3,25	2,80	3,25	3,70
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,05	1,07	1,05	1,07
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	3,2	6,6	3,2	6,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,1	4,7	4,5	3,6	7,7	4,4	3,9	4,4	3,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,7	10,3	9,7	8,4	9,6	1,6	2,9	1,6	3,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	11,2	10,8	16,6	15,0	11,2	11,3	11,2	11,3	11,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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



septiembre), seguidos de los relativos a hoteles y restaurantes (6,6% en septiembre). La inflación armonizada baja al 3,0%.

Entre los principales riesgos de corto plazo para la economía alemana está la sustancial caída de actividad en la construcción, que funciona como temprana señal de alarma de lo que puede pasar en el sector inmobiliario. La industria también se enfrenta a unos costes energéticos más elevados, así como la actividad en general, y la inflación sufrirá como resultado de mayores precios del petróleo y gas. Asimismo, la escalada del Euribor pesará sobre las familias y las empresas reduciendo el consumo y la inversión, como ya se está notando en las ventas al por menor.

### 1.2.5 Italia

#### La desaceleración de la economía italiana finalmente ya ha llegado.

Después de haber crecido más de lo esperado en el primer trimestre de 2023, en el segundo trimestre la economía se contrajo un -0,4% t/t, mientras que las cifras preliminares del tercer trimestre mostraron un estancamiento (0,0% t/t), evitando la recesión, pero reforzando los temores de debilidad. El consumo privado se estancó y el gasto público se contrajo un -1,6% t/t.

Asimismo, la inversión se contrajo un -1,8% t/t, en tanto que las exportaciones (-0,4% t/t) ya acusan la menor demanda del exterior. Italia depende fuertemente del turismo y

**Italia**

- **Un segundo trimestre en contracción obliga a revisar la estimación de crecimiento del PIB para el 2023.**
- **Los PMIs manufacturero y compuesto se sitúan en zona de contracción.**
- **El déficit presupuestario sigue cerca del -8%.**
- **Adicionalmente, el coste de la deuda pública va en ascenso.**

de la producción industrial, rubros que representan en torno al 20% del PIB y, por su naturaleza, son vulnerables a la desaceleración global.

La producción industrial italiana llevaba varios meses reduciéndose, aunque, en agosto, la caída paró con un crecimiento del 0,2% a/a. No obstante, la caída del consumo de energía (-4,0% en julio y -8,7% en el año) es indicativa de que la desaceleración está en marcha. Las ventas al por menor se redujeron un -3,4% en julio, y un promedio del -3,0% en lo que va de año. La confianza del consumidor (101,6 puntos) sigue mostrando debilidad y ve lastrado el impulso de meses anteriores. Los índices de gestores de compras de septiembre (PMIs) están negativos, incluyendo el de servicios: el manufacturero 46,8, el compuesto en 49,2 y el de servicios en 49,9 puntos.

Para los próximos trimestres, se anticipa una desaceleración en todos los componentes al PIB, incluyendo el consumo público por la necesidad de reencauzar el déficit que está en niveles muy altos desde 2020. El consumo y la inversión sufrirán por la inflación y los mayores costes de financiación, y las exportaciones por el contexto externo. De esta forma, y debido al freno que se está pudiendo observar, se ha ajustado a la baja la previsión de crecimiento del PIB italiano al 0,6% para 2023 y al 0,4% para 2024 (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

La inflación, por su parte, sigue bajando (1,8% en octubre frente al 5,3% de septiembre), pero la subida del precio de los combustibles de los últimos meses, sumada a las revisiones salariales, van a dificultar que siga bajando al mismo ritmo. Con los costes de financiación y salarios en aumento es de esperar efectos de segunda vuelta para la economía italiana. La inflación subyacente se sitúa en 4,5%, y la armonizada en 1,9%, mientras que los precios al productor bajan -16,1% a/a. Por rubros principales, la alimentación sube un 6,9%, mientras que el transporte vuelve a aumentar un 5,3% y los combustibles ofrecen una contribución negativa al descender un -17,7%.

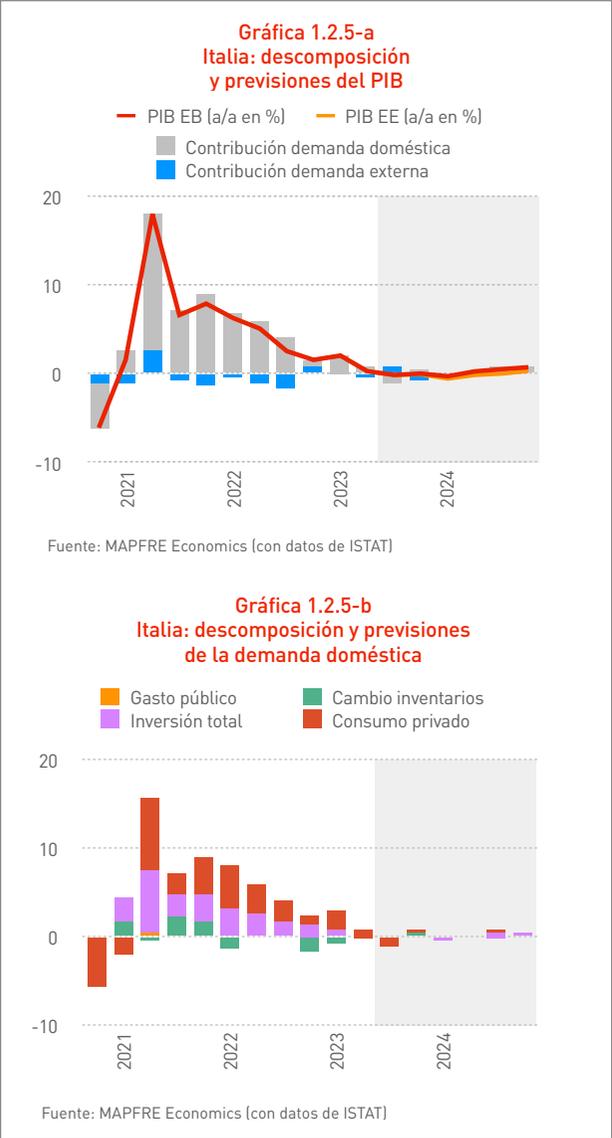
Tabla 1.2.5

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	8,3	3,9	0,6	0,4	0,6	0,0
Contribución de la demanda doméstica	1,1	-0,3	-8,2	8,3	4,4	0,7	0,3	0,6	-0,1
Contribución de la demanda externa	-0,3	0,7	-0,9	0,0	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,1
Contribución del consumo privado	0,6	0,1	-6,3	3,1	2,9	0,7	0,1	0,6	-0,2
Contribución de la inversión total	0,5	0,2	-1,5	3,8	2,1	0,1	0,2	0,1	0,1
Contribución del gasto público	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Consumo privado (% a/a)	1,0	0,2	-10,4	5,3	5,0	1,1	0,2	1,1	-0,3
Gasto público (% a/a)	0,1	-0,6	0,1	1,5	0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Inversión total (% a/a)	2,8	1,2	-8,0	20,7	10,1	0,7	1,1	0,6	0,3
Exportaciones (% a/a)	1,5	1,8	-14,3	14,0	10,7	0,4	2,4	0,4	1,9
Importaciones (% a/a)	2,8	-0,5	-12,7	15,2	13,1	0,7	2,4	0,6	1,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,5	9,7	9,8	9,0	7,9	7,7	8,0	7,7	8,1
Inflación (% a/a, media)	1,1	0,6	-0,1	1,9	8,2	6,0	2,9	6,1	3,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	0,3	-0,2	3,5	11,7	2,2	2,6	2,6	3,4
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-1,5	-9,6	-8,8	-8,0	-5,3	-4,6	-5,4	-4,9
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,9	-6,1	-5,3	-3,7	-1,5	-0,3	-1,5	-0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,6	3,4	3,8	3,0	-1,2	0,7	0,3	0,6	-0,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,00	4,50	3,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	4,00	2,30	3,99	2,22
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,77	1,43	0,52	1,19	4,72	5,27	4,94	5,28	6,29
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,05	1,07	1,05	1,07
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	3,5	0,6	1,1	0,5	0,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,5	-0,6	3,7	0,9	1,9	-1,2	0,3	-1,3	-0,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	25,1	-5,8	-10,3	22,7	26,0	7,9	1,9	7,8	1,5
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	9,6	9,5	17,0	15,2	9,5	8,5	9,2	8,5	9,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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



A nivel de riesgos a corto plazo para la economía italiana, el principal sigue siendo el nivel de endeudamiento del gobierno, en un momento en el que los déficits siguen muy altos (8% del PIB). El Tesoro italiano tendrá que satisfacer las necesidades de financiación (aproximadamente 15 mil millones de euros/mes), en un contexto de tipos de interés más altos y un BCE en proceso de reducción de balance. El coste de financiación en bonos a 10 años se acerca al 4,8%, en máximos de 10 años.

### 1.2.6 Reino Unido

#### Inflación y tipos altos empiezan a pasar factura al nivel de actividad económica.

La economía del Reino Unido creció un 0,6% a/a (0,2% t/t) en el segundo trimestre de 2023. El consumo se recupera ligeramente (0,2% a/a), el gasto del gobierno sube poco (1,3% t/t), la inversión mejora (4,6% a/a), y las exportaciones suben moderadamente (3,2%). Asimismo, el desempleo se mantiene bajo (4,3%), haciendo que la presión de revisión de salarios sea alta. Se observa escasez de mano de obra en algunos sectores, en parte motivado

por las restricciones a la inmigración post Brexit. Esta situación presagia efectos de segunda ronda en la inflación, la cual podría experimentar un nuevo incremento motivado, además, por el repunte del precio de los combustibles. Las ventas al por menor han caído en agosto un -1,4%,

#### Reino Unido

- El Banco de Inglaterra ha hecho una pausa en la subida de los tipos de interés en septiembre.
- La transmisión de la política monetaria restrictiva comienza a notarse en la desaceleración observada en la actividad económica.
- La presión en las negociaciones salariales podría comenzar a retroalimentar a la inflación.

indicativo de que las familias ya empiezan a tener que restringir sus compras, especialmente en alimentación, las cuales bajan un -4,0%. Sin embargo, en las ventas de automóviles se mantienen creciendo (24,0%), impulsadas por la demanda embalsada en este sector.

Los índices de gestores de compras (PMIs) para la economía del Reino Unido apuntan a un empeoramiento, con los tres índices en zona de contracción. Así, el compuesto se situó en 48,6 puntos, el de servicios en 49,2 y el manufacturero en 45,2. La confianza del consumidor (GFK) se está recuperando, aunque continúa en terreno negativo (-21 en septiembre). En este contexto, para 2023 se prevé un crecimiento del 0,5% y para 2024 del 0,3% (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

La inflación alcanzó el 6,7% en los meses de agosto y septiembre, mostrando que empieza a ser más difícil reducirla, especialmente dada la presión por la subida de salarios. La inflación subyacente baja al 6,1%, desde el 6,2% de agosto. Los precios de la alimentación siguen acelerados (12,2%), los de los suministros al hogar se moderan (6,9%), mientras que los de los combustibles de automoción en agosto y septiembre contribuyeron a la moderación de la inflación (-16,4% y -9,7%, respectivamente), aunque ese alivio no continuará de cara a los próximos meses. Por su parte, los precios al productor (insumos) contribuyen a la desinflación (-2,3% en agosto), mientras que los productos terminados bajan un -3,4%.

El Banco de Inglaterra, en su reunión de septiembre, mantuvo los tipos de interés sin cambio en 5,25%, en línea con lo que esperaba el mercado. El Comité considera que los riesgos en torno a la previsión de inflación están sesgados al alza, aunque en menor medida que en el mes de mayo, reflejando la posibilidad de que los efectos de segunda ronda de las perturbaciones de los costes externos sobre la inflación de los salarios y los precios internos tarden más en revertir que lo que tardaron en aparecer. El Comité también votó unánimemente a favor de reducir en

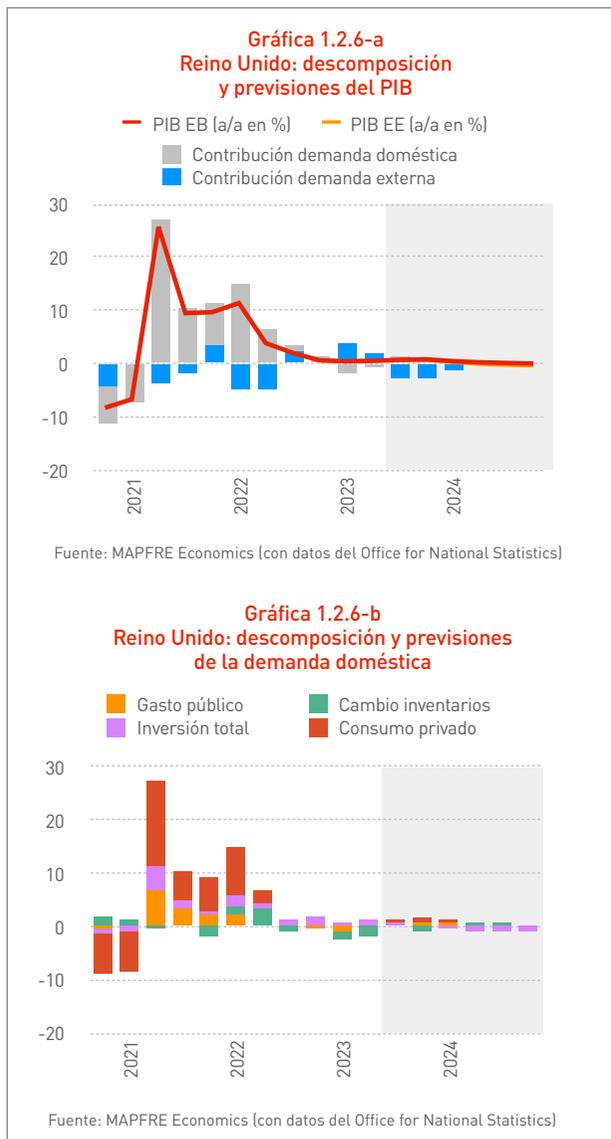
Tabla 1.2.6

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)	1,4	1,6	-10,4	8,7	4,3	0,5	0,3	0,4	0,0
Contribución de la demanda doméstica	0,5	1,8	-11,4	8,5	5,7	0,1	0,2	0,0	-0,2
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,3	1,7	-0,4	-1,7	0,0	-0,4	0,0	-0,3
Contribución del consumo privado	1,0	0,7	-8,0	4,5	2,9	0,5	0,1	0,5	-0,1
Contribución de la inversión total	-0,1	0,4	-2,0	1,3	1,4	0,5	-0,7	0,5	-0,8
Contribución del gasto público	0,1	0,7	-1,5	2,9	0,5	0,1	0,5	0,1	0,5
Consumo privado (% a/a)	1,7	1,1	-13,0	7,5	4,9	0,8	0,2	0,8	-0,2
Gasto público (% a/a)	0,6	4,0	-7,9	14,9	2,5	0,6	2,3	0,6	2,3
Inversión total (% a/a)	-0,5	2,2	-10,8	7,4	7,9	2,8	-3,7	2,7	-4,2
Exportaciones (% a/a)	3,1	2,0	-11,5	4,9	8,6	-0,2	1,5	-0,2	1,4
Importaciones (% a/a)	3,1	2,7	-16,0	6,1	14,1	-0,2	2,5	-0,2	2,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,0	3,8	5,2	4,0	3,7	4,4	4,8	4,4	4,9
Inflación (% a/a, media)	2,5	1,8	0,9	2,6	9,1	7,4	3,4	7,5	4,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,3	1,4	0,6	4,9	10,8	4,5	2,6	4,9	3,0
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,5	-13,0	-7,9	-4,6	-5,7	-4,2	-5,7	-4,3
Balance fiscal primario (% PIB)	0,5	0,0	-10,9	-5,0	0,3	-0,6	0,7	-0,6	0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,9	-2,7	-2,9	-0,5	-3,3	-2,8	-2,8	-2,9	-3,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,75	0,00	0,25	3,50	5,25	4,75	5,25	5,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,91	0,79	0,03	0,26	3,87	5,41	4,91	5,41	4,91
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,27	0,83	0,20	0,97	3,67	4,89	4,74	4,88	5,73
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,28	1,32	1,36	1,35	1,20	1,22	1,24	1,22	1,24
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,11	1,18	1,11	1,19	1,13	1,16	1,15	1,16	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	2,2	2,5	3,3	2,0	2,2	1,6	2,2	1,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,1	1,2	10,2	0,5	1,4	4,2	2,9	4,2	2,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,5	1,9	11,8	-1,5	10,9	1,2	4,1	1,2	4,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,3	5,5	16,8	12,5	8,1	8,4	7,6	8,3	7,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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



100.000 millones de libras esterlinas durante los próximos doce meses (hasta un total de 658.000 millones de libras esterlinas) el volumen de las compras de deuda pública británica realizadas con fines de política monetaria y financiadas mediante la emisión de reservas del banco central.

Entre los riesgos de corto plazo para la economía del Reino Unido sigue destacando la inflación, por los efectos de segunda ronda producidos por la presión de revisiones salariales, los precios de los alimentos y de los combustibles. Debido a que ya se observa la presión en el bolsillo de las familias, es posible que se empiece a ver cierta bajada de precios en los servicios. Asimismo, cada vez hay más indicios del impacto de la política monetaria restrictiva en el mercado laboral y en el dinamismo de la economía real en general. Aunque la retórica es la de tipos de interés más altos por más tiempo, persiste el riesgo de que un endurecimiento demasiado fuerte provoque daños de medio plazo al mercado laboral, a la inversión y a la actividad en general.

### 1.2.7 Japón

#### Tendencia de depreciación del yen al mantenerse una política monetaria laxa.

La economía japonesa creció un 1,6% a/a (1,2% t/t) en el segundo trimestre de 2023, con un consumo privado y público que se frenan abruptamente (0,4% a/a, y 0,4% a/a, respectivamente). La inversión residencial mejora (3,5%), en tanto que las exportaciones crecen un 3% y las importaciones se contraen (-1,7%), manteniendo una balanza por cuenta corriente superavitaria propia de un país exportador (2,2% del PIB). Las ventas al por menor crecen (1,7% a/a en agosto, 0,5% m/m). Asimismo, el índice de indicadores adelantados ha mejorado respecto al trimestre anterior, situándose en 108,2 en julio. Los índices de gestores de compras (PMIs) de septiembre bajan: el compuesto en 52,1 puntos, el

manufacturero en 48,5 y el de servicios en 53,8. La confianza del consumidor, por su parte, se recupera, aunque sigue negativa (-35,9). En este contexto, las estimaciones de crecimiento del PIB japonés se sitúan en el 1,6% en 2023 y en el 1,1% en 2024 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

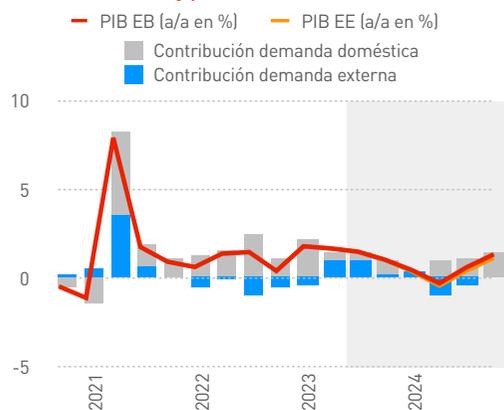
La inflación, por su parte, parece haberse estabilizado (3,0% IPC nacional en septiembre, y 2,8% IPC Tokio septiembre) gracias a la reducción de los costes de electricidad y gas, mientras que los combustibles han vuelto a subir. La alimentación crece al 8,8%, poniendo presión en el consumidor. Los precios al productor, por su parte, vuelven a subir (11,4%), especialmente los precios de exportación (15,8%). La inflación subyacente se situó en 2,7% en agosto, en los niveles más altos de los últimos 30 años.

El Banco de Japón, en su reunión de octubre, mantuvo los tipos de interés de depósitos en -0,10%. Con respecto a los tipos de largo plazo, el banco central seguirá comprando la cantidad de bonos que sea necesaria para seguir controlando la curva de tipos de interés y así mantener el rendimiento del bono a 10 años en un rango más alto del anterior, al elevarlo hasta el 1,0%. Además, el Banco de Japón seguirá comprando ETFs (*exchange-traded funds*) y fondos inmobiliarios hasta 12 trillones de yenes y 180 billones de yenes, respectivamente. Asimismo, el banco central seguirá adquiriendo papel comercial con el fin de mantener la cartera en 2 trillones de yenes, así como bonos corporativos para mantener la cartera en cerca de 3 trillones de yenes. Esta política monetaria es la más

#### Japón

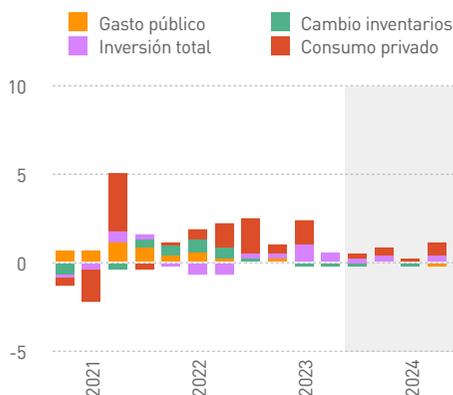
- La inflación en Japón se ha estabilizado, aunque se encuentra en los niveles más altos de los últimos 30 años.
- Los sectores manufacturero y de exportaciones seguirán afectados por la desaceleración económica mundial.
- El tipo de cambio se convierte en un riesgo a vigilar.

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Statistics Bureau)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Statistics Bureau)

**Tabla 1.2.7**  
Japón: principales agregados macroeconómicos

	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	2,3	1,0	1,6	1,1	1,5	0,8
Contribución de la demanda doméstica	0,6	0,1	-3,4	1,3	1,6	0,9	0,9	0,9	0,7
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,5	-0,9	1,2	-0,5	0,4	-0,2	0,4	-0,2
Contribución del consumo privado	0,1	-0,3	-2,6	0,2	1,1	0,6	0,5	0,6	0,4
Contribución de la inversión total	0,1	0,1	-0,9	0,1	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,3
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,5	0,7	0,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Consumo privado (% a/a)	0,2	-0,6	-4,7	0,4	2,1	1,1	1,0	1,1	0,8
Gasto público (% a/a)	1,0	1,9	2,4	3,5	1,2	0,1	-0,6	0,1	-0,6
Inversión total (% a/a)	0,6	0,5	-3,6	0,3	-0,9	1,8	1,6	1,8	1,3
Exportaciones (% a/a)	3,8	-1,4	-11,7	12,0	5,1	0,6	0,4	0,6	0,1
Importaciones (% a/a)	3,8	1,1	-6,8	5,1	8,0	-1,4	1,6	-1,4	1,3
Tasa de paro (% último trimestre)	2,4	2,3	3,0	2,7	2,5	2,5	2,4	2,5	2,4
Inflación (% a/a, media)	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,5	3,0	2,1	3,1	2,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	0,5	-0,9	0,5	3,9	2,3	1,0	2,4	1,3
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-3,0	-9,0	-6,2	-5,7	-5,1	-4,4	-5,1	-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	3,2	2,7	3,2	2,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,07	0,07	0,08	0,07	0,06	0,06	0,06	0,06	0,05
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,01	-0,02	0,04	0,09	0,45	0,91	0,91	0,91	1,40
Tipo de cambio vs USD (final período)	110,83	109,12	103,54	115,00	132,65	151,53	138,61	151,60	138,58
Tipo de cambio vs Euro (final período)	126,90	122,59	127,05	130,25	141,48	159,10	148,55	159,08	148,37
Crédito privado (% a/a, media)	2,6	1,9	5,2	3,2	2,8	3,2	0,1	3,2	0,0
Crédito familias (% a/a, media)	2,5	2,2	3,2	3,8	1,9	1,5	-0,1	1,5	-0,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,3	3,6	7,9	3,5	2,8	1,4	-2,3	1,4	-2,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,3	2,9	17,1	7,3	7,5	1,7	0,9	1,7	0,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	1,8	3,3	11,4	7,8	5,3	2,7	2,4	2,7	2,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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

laxa de los países desarrollados, con una expansión de la masa monetaria M2 del 2,5%.

Entre los riesgos de corto plazo que afectan a las perspectivas de la economía japonesa están: la evolución del yen, el impacto de las subidas de tipos de interés en los mercados financieros mundiales y su influencia en los flujos financieros, la desaceleración del entorno exterior que afecta al comportamiento de las exportaciones y la producción industrial, la subida de los precios de las materias primas y la subida de precios generalizada en el entorno mundial. La política del banco central continuará siendo expansiva, cuando el resto del mundo ha girado hacia políticas restrictivas, por lo que seguirá condicionando la evolución del tipo de cambio.

### 1.2.8 Turquía

#### El banco central parece regresar a la ortodoxia monetaria.

El PIB de Turquía creció un 3,8%, no ajustado de estacionalidad (5,0% ajustado por estacionalidad) en el segundo trimestre de 2023 (3,5% t/t a.e.). El consumo se mantiene fuerte, creciendo un 15,6%, en parte gracias a las condiciones financieras todavía laxas producidas por la política monetaria heterodoxa que mantuvo el banco central. Las inversiones, tanto directa como inversión de cartera, siguen recuperándose, aunque están lejos del nivel observado en los años 2010-2015. Las exportaciones, por su parte, se han com-

#### Turquía

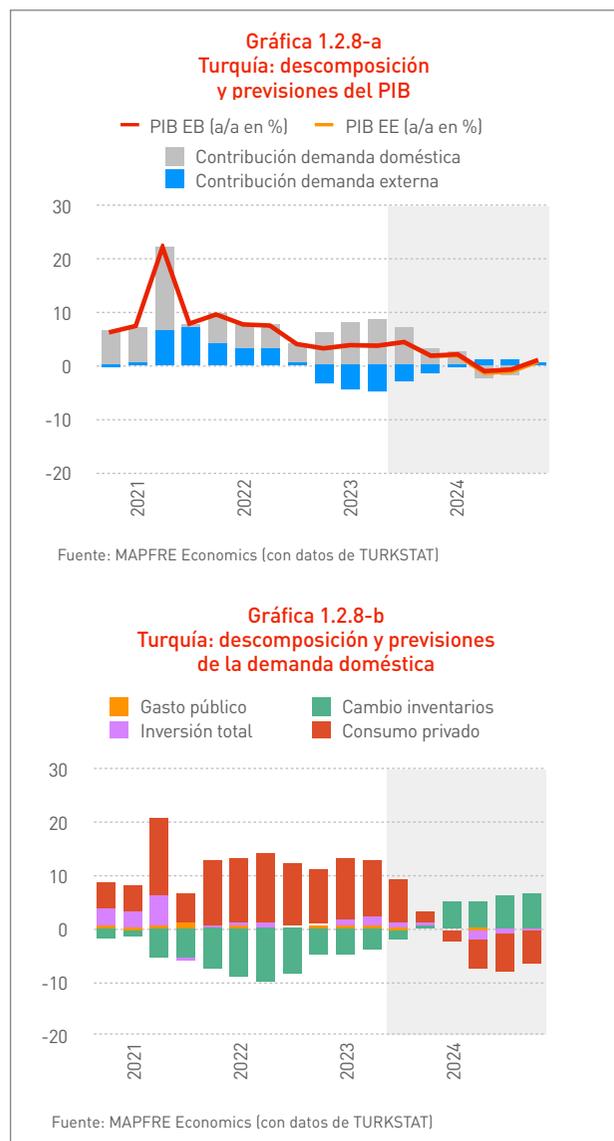
- El banco central parece haber vuelto a la ortodoxia monetaria, con tipos de interés que ya se sitúan en el 30%.
- La economía se mantiene fuerte por el consumo, y las condiciones financieras reales aún son relativamente laxas.
- La lira turca ha frenado momentáneamente el ritmo de depreciación que llevaba.

portado desfavorablemente en el segundo trimestre (-9,0%), pero en julio mejoraron, en tanto que las importaciones crecen en línea con la fortaleza del consumo (20,3%).

A nivel de indicadores, el índice de gestores de compras del sector manufacturero (PMIs) de septiembre se situó en 49,6 puntos, en territorio de contracción. Las ventas al por menor, por su parte, son muy dinámicas, creciendo por encima del 30% en términos reales, uno de los efectos de la alta inflación. La confianza del consumidor ha rebotado (69), pero aún por debajo de su promedio histórico, y las ventas de automóviles se mantienen fuertes. Con el tercer trimestre ya terminado, y con los indicadores de actividad disponibles, se ha revisado al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2023 hasta el 3,7% y al 2,0% para 2024 (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

Por lo que se refiere a la inflación en Turquía, esta ha aumentado en agosto y septiembre (59,0% y 61,5%, respectivamente), interrumpiendo la tendencia de moderación. Por rubros, los alimentos suben un 73%, el transporte un 70% y la hostelería, en temporada alta, casi un 90%. La inflación subyacente sube al 55% y los precios al productor al 49%. La lira turca alcanza los 27 contra el dólar y a los 29 contra el Euro y, a pesar de la estabilización momentánea, se espera que se siga depreciando.

El Banco Central de Turquía ha subido en octubre los tipos de interés (Repo a 1 semana) en 500 puntos básicos hasta el 35,00%, retornando a una política más ortodoxa. Aún así, los tipos de interés reales de corto plazo siguen negativos. El banco central decidió continuar con el endurecimiento de la política monetaria para establecer un rumbo desinflacionario lo más pronto posible, anclar las expectativas de inflación y controlar el deterioro en el comportamiento en la fijación de precios. El banco sigue actuando con diferentes mecanismos para promover el aumento de los depósitos en liras y, por tanto, fortalecer la transmisión de la política monetaria. En este sentido, el comité seguirá tomando medidas de restricción cuantitativa y restricción selectiva del crédito para apoyar la postura monetaria.



**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	5,5	3,7	2,0	3,6	1,4
Contribución de la demanda doméstica	-0,6	-1,6	7,0	6,6	4,7	6,7	-0,4	6,7	-0,8
Contribución de la demanda externa	3,6	2,4	-5,2	4,9	0,8	-3,2	0,8	-3,2	0,9
Contribución del consumo privado	0,4	0,9	1,9	9,2	11,7	7,8	-5,4	7,7	-5,7
Contribución de la inversión total	0,0	-3,6	1,8	1,9	0,3	1,0	-0,7	1,0	-0,9
Contribución del gasto público	0,8	0,5	0,3	0,4	0,6	0,2	-0,2	0,2	-0,2
Consumo privado (% a/a)	0,7	1,5	3,2	15,4	18,9	11,2	-7,2	11,1	-7,6
Gasto público (% a/a)	5,9	3,9	2,2	3,0	4,2	1,6	-1,3	1,6	-1,3
Inversión total (% a/a)	0,1	-12,5	7,3	7,2	1,3	4,3	-2,9	4,3	-3,6
Exportaciones (% a/a)	9,1	5,3	-14,6	25,1	9,9	-4,2	1,9	-4,2	1,8
Importaciones (% a/a)	-6,2	-5,0	6,7	2,4	7,9	10,3	-1,5	10,2	-2,2
Tasa de paro (% último trimestre)	12,3	13,3	12,9	11,0	10,1	10,2	10,4	10,2	10,5
Inflación (% a/a, media)	16,3	15,2	12,3	19,6	72,3	50,9	51,6	51,3	63,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	22,4	10,3	13,5	25,8	77,4	61,2	35,9	62,1	46,9
Balance fiscal (% PIB)	-1,9	-2,9	-3,5	-2,7	-0,9	-2,5	-3,1	-2,5	-3,1
Balance fiscal primario (% PIB)	0,0	-0,6	-0,8	-0,2	1,2	0,0	-1,0	0,0	-1,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,6	1,4	-4,4	-0,9	-5,4	-4,9	-2,9	-5,0	-3,5
Tipo de interés oficial (final período)	24,00	11,50	17,00	14,00	9,00	35,00	35,75	35,00	36,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	24,07	10,35	17,25	16,32	10,35	36,51	29,67	36,54	30,03
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,53	11,95	12,51	22,99	9,50	28,66	24,19	28,68	27,35
Tipo de cambio vs USD (final período)	5,29	5,95	7,44	13,32	18,69	28,71	30,38	28,71	30,35
Tipo de cambio vs Euro (final período)	6,06	6,68	9,11	15,23	19,96	30,15	32,56	30,13	32,49
Crédito privado (% a/a, media)	20,2	8,4	30,1	23,9	54,8	57,6	19,6	57,6	19,4
Crédito familias (% a/a, media)	0,1	-2,4	32,1	16,2	25,9	57934,5	46996,6	57926,7	46924,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	18,2	5,5	29,0	23,2	56,3	119,4	94,7	119,2	93,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	25,1	18,3	21,1	31,6	105,5	68,3	43,1	68,2	42,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	32,0	30,4	20,9	22,7	10,6	19,1	20,6	19,0	20,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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

El riesgo principal a corto plazo para la economía turca tiene que ver con el aumento de los precios de la energía, lo que empezó a descarrilar el control de la inflación. Sin embargo, la mejora en la inversión directa extranjera, así como en las condiciones de financiación externa, continuaron elevando las reservas en moneda extranjera. Asimismo, el impacto positivo del turismo en la cuenta corriente y el aumento de la demanda interna y externa por la lira turca podrían contribuir a la estabilización de precios.

### 1.2.9 México

#### La economía se reactiva con una inversión fuerte y una moneda fortalecida.

La economía mexicana creció un 3,6% en el segundo trimestre del año (0,8% t/t). El consumo privado permaneció fuerte, creciendo un 4,3% a/a. Asimismo, la inversión se ha mostrado dinámica, con un incremento del 21,0%, impulsada en parte por el proceso de relocalización de las cadenas de producción globales (*nearshoring*). No obstante, las exportaciones están cayendo, debido a la desaceleración de la demanda global y especialmente la de los Estados Unidos. La producción industrial se sitúa con un crecimiento cercano al 5,0%, gracias a la construcción (infraestructuras principalmente), fabricación de automóviles y producción de petróleo. Asimismo,

#### México

- Se ha revisado al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2023, a partir del buen desempeño de la actividad en lo que va del año.
- El consumo se mantiene fuerte, aunque tenderá a desacelerar en lo que resta del año.
- La moneda se ha fortalecido por los flujos de inversión hacia el país.

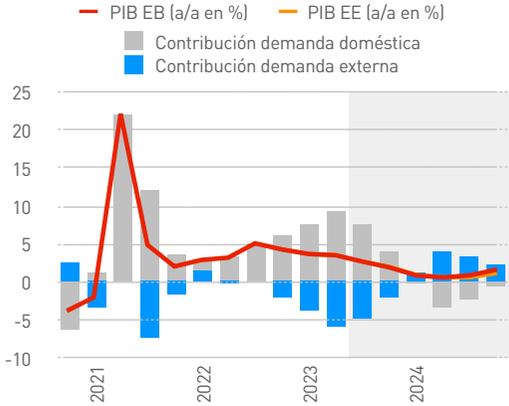
las ventas al por menor siguen creciendo (5,2% en julio), aunque mes a mes comienza a observarse un enfriamiento (0,2% m/m).

La confianza de las empresas está en niveles altos (53,5 puntos), en tanto que la confianza del consumidor también sigue mejorando y está en máximos de 4 años. El índice de gestores de compras manufacturero (PMI) de septiembre se situó en 49,8 puntos, aún en territorio de contracción, y la producción de automóviles sigue con una tendencia de mejora. De esta forma, dados los mejores datos del primer semestre y los catalizadores del consumo e inversión, se ha revisado al alza la previsión de crecimiento del PIB mexicano al 2,9% para 2023 y al 1,8% para 2024 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Por otra parte, la inflación continúa su senda de moderación, con 4,5% en septiembre, aunque sigue lejos de la banda objetivo. La inflación subyacente sigue alta, en el 6,1%. Por rubros principales, la alimentación sube cerca del 8,5%, la vivienda un 3,6%, los combustibles un 2,0%, y el precio de los vuelos ha vuelto a aumentar (10,0%). De esta forma, se prevé que la inflación pueda seguir moderándose, pero el reciente repunte del petróleo añadido a los costes financieros más altos puede alterar esta tendencia, haciendo más complejo alcanzar la banda objetivo del banco central.

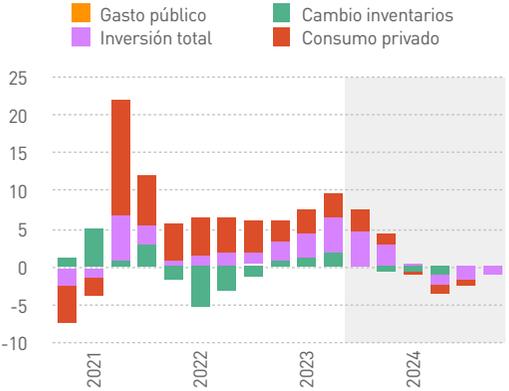
El Banco de México, en su reunión de septiembre, mantuvo los tipos de interés de referencia en 11,25%. Como se señaló anteriormente, el proceso de desinflación sigue en marcha, pero la inflación subyacente sigue alta, y eso podría llevar al banco central a no tener prisa en comenzar el proceso de reducción de los tipos de interés de política monetaria. Mientras tanto, dados los tipos de interés reales positivos (en torno al 7,0%) y los importantes flujos de inversión extranjera directa y de cartera hacia la economía mexicana, el peso presentó un proceso de revalorización que, hasta final de agosto, lo había llevado cerca de los 17 pesos/dólar. No obstante, esta situación podría revertirse, al menos parcialmente, en el corto plazo, como consecuencia de que, por una

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de INEGI)

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de INEGI)

**Tabla 1.2.9**  
México: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
<b>PIB (% a/a)</b>	2,0	-0,3	-8,8	6,1	3,9	2,9	1,8	2,9	1,3
<b>Contribución de la demanda doméstica</b>	1,7	-1,2	-11,0	9,2	4,0	7,1	-1,7	7,1	-1,8
<b>Contribución de la demanda externa</b>	0,2	0,9	2,1	-3,1	-0,1	-4,1	2,7	-4,1	2,7
<b>Contribución del consumo privado</b>	1,0	0,8	-7,4	5,5	4,2	2,7	-0,4	2,7	-0,5
<b>Contribución de la inversión total</b>	0,1	-1,0	-3,8	1,9	1,8	3,7	-1,0	3,7	-1,0
<b>Contribución del gasto público</b>	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Consumo privado (% a/a)</b>	1,4	1,1	-10,8	8,2	6,2	3,8	-0,6	3,8	-0,7
<b>Gasto público (% a/a)</b>	3,1	-1,6	-0,7	-0,5	1,3	1,3	1,0	1,3	1,0
<b>Inversión total (% a/a)</b>	0,6	-4,4	-17,3	9,3	8,5	17,2	-4,0	17,3	-4,2
<b>Exportaciones (% a/a)</b>	6,5	1,3	-7,2	7,4	9,1	-3,4	4,4	-3,4	3,7
<b>Importaciones (% a/a)</b>	5,6	-1,0	-12,3	15,4	8,9	6,0	-2,0	6,0	-2,6
<b>Tasa de paro (% , último trimestre)</b>	3,3	3,4	4,5	3,7	3,0	3,2	3,8	3,2	3,9
<b>Inflación (% a/a, media)</b>	4,9	3,6	3,4	5,7	7,9	5,6	4,1	5,9	4,2
<b>Inflación (% a/a, último trimestre)</b>	4,8	2,9	3,5	7,0	8,0	4,6	3,9	4,7	4,1
<b>Balance fiscal (% PIB)</b>	-2,0	-1,6	-2,7	-2,9	-3,2	-3,6	-4,7	-3,6	-5,0
<b>Balance fiscal primario (% PIB)</b>	0,6	1,1	0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-1,5	-0,4	-1,7
<b>Balance cuenta corriente (% PIB)</b>	-2,1	-0,4	2,0	-0,6	-1,2	-0,6	-0,2	-0,6	-0,4
<b>Tipo de interés oficial (final período)</b>	8,25	7,25	4,25	5,50	10,50	11,25	9,75	11,25	10,25
<b>Tipo de interés a 3 meses (final período)</b>	8,63	7,45	4,47	5,86	10,97	11,25	7,27	11,27	7,77
<b>Tipo de interés a 10 años (final período)</b>	8,70	6,84	5,23	7,57	9,02	10,68	9,00	10,67	10,89
<b>Tipo de cambio vs USD (final período)</b>	19,65	18,93	19,88	20,50	19,49	17,57	19,16	17,55	18,96
<b>Tipo de cambio vs Euro (final período)</b>	22,50	21,26	24,40	23,22	20,79	18,45	20,53	18,41	20,30
<b>Crédito privado (% a/a, media)</b>	10,4	8,9	5,2	-1,0	7,4	9,8	4,9	9,9	4,7
<b>Crédito familias (% a/a, media)</b>	8,4	6,2	1,6	4,4	9,2	9,1	3,7	9,1	3,5
<b>Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Crédito S.P. financiero (% a/a, media)</b>	-0,8	6,2	3,7	18,3	8,7	3,7	14,5	3,7	14,5
<b>Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)</b>	6,9	11,4	17,2	18,6	18,7	19,8	17,5	19,8	17,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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

parte, los tipos de interés de política monetaria parecen haber llegado a un tope en México mientras que en Estados Unidos podría haber aún una subida más en lo que resta del año y, por la otra, que los acontecimientos geopolíticos recientes podrían alterar los flujos de inversión de cartera; situación que ya se ha observado con cierto retroceso en el valor del peso frente al dólar en septiembre y octubre.

El principal riesgo de corto plazo para la economía mexicana es una recesión fuerte en los Estados Unidos durante el primer trimestre de 2024, lo que contagiaría a la producción industrial. Por lo demás, las perspectivas parecen ser, en general, positivas, dados los elevados niveles de inversión por el efecto del *nearshoring*, un esperable cambio de ciclo en la política monetaria, niveles de confianza mejorando, y una moneda fortalecida respecto al dólar estadounidense que contribuye al proceso desinflacionario.

### 1.2.10 Brasil

#### Crecimiento dinámico en 2023, pero se prevé desaceleración para 2024.

La economía brasileña desaceleró al 3,4% en el segundo trimestre de 2023 (0,9% t/t), desde el 4,0% registrado en el trimestre previo. El consumo privado crece un 3,0%, el del gobierno un 2,9% y la inversión cae -2,5%, mientras que las exportaciones se comportan bien con un incremento del 12,0%. La producción industrial en Brasil cayó en julio un -1,1%, ritmo compatible con la desaceleración de la actividad económica general. La inversión tenderá a reducirse debido a la persistencia en el endurecimiento de las condiciones de financiación a las empresas. La confianza del consumidor está mejorando gracias al control de la inflación, aunque esta repuntó algo en agosto. Los índices de gestores de compras (PMIs) de septiembre bajan, con el compuesto en 49,0 puntos, el de servicios en 48,7, y el manufacturero al 49,0. La desaceleración del ritmo de actividad económica del segundo trimestre, sin embargo, no

modifica las previsiones de crecimiento del PIB, que eran conservadoras. La fortaleza del consumo y de las exportaciones permiten revisar al alza el crecimiento hacia un 3,1% en 2023 y un 1,5% para 2024 (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

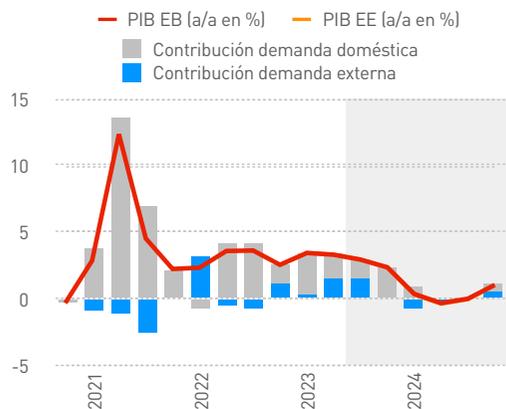
El descenso de la inflación se estancó en junio, repuntando hasta situarse en 4,6% en agosto y 5,2% en septiembre. La alimentación sube menos (1,0%), pero siguen tensionado rubros como el vestuario (7,5%) y la salud (9,3%), mientras que los combustibles han invertido la tendencia y vuelven a subir (1,0% en agosto). El Banco Central de Brasil, en su reunión de septiembre, recortó los tipos de interés SELIC en 50 pbs hasta 12,75%. Con esta decisión, el banco central espera que se consiga hacer converger la inflación al objetivo a lo largo de 2024 y 2025, estabilizando los precios, suavizando las fluctuaciones del nivel de actividad económica y fomentando el empleo. El comité de política monetaria considera que es necesario continuar con una política restrictiva (tipos de interés reales elevados) para que se consolide el proceso de desinflación y para anclar las expectativas de inflación en torno al objetivo.

En cuanto a los riesgos de corto plazo para la economía brasileña, persiste el de mayores déficits fiscales por la presión de gasto en medidas sociales. Las presiones inflacionarias a nivel mundial, incluyendo el precio del petróleo, impedirán una mayor moderación de la inflación en el corto plazo. Asimismo, desde el punto de vista de la actividad, la desaceleración de la economía global puede

#### Brasil

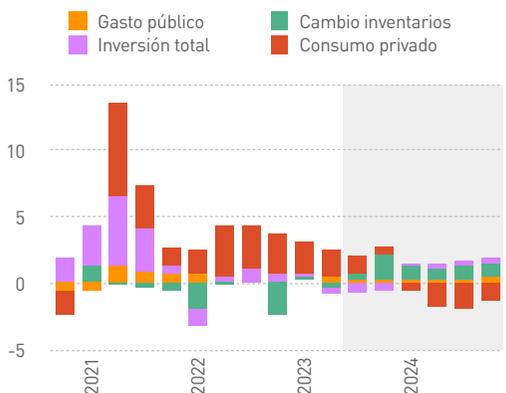
- La inflación ha descendido, aunque enfrenta dificultades para descender más.
- El banco central ha recortado tipos de interés, pero estos se mantendrán aún en niveles restrictivos.
- La desaceleración de la actividad económica en 2024 vendrá por las condiciones financieras que seguirán siendo restrictivas y por el contexto exterior.

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



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

**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	3,1	1,5	3,0	1,0
Contribución de la demanda doméstica	2,4	1,8	-4,9	6,4	2,2	2,1	0,3	2,1	0,3
Contribución de la demanda externa	-0,8	-0,6	1,3	-1,1	0,8	0,9	-0,1	0,9	-0,1
Contribución del consumo privado	1,6	1,8	-3,4	2,8	2,9	1,7	-1,4	1,7	-1,4
Contribución de la inversión total	0,8	0,7	-0,3	2,9	0,2	-0,4	0,4	-0,4	0,4
Contribución del gasto público	0,1	-0,1	-0,6	0,6	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4
Consumo privado (% a/a)	2,4	2,6	-4,9	4,0	4,3	2,4	-2,0	2,4	-2,0
Gasto público (% a/a)	0,8	-0,5	-3,7	3,5	1,5	2,0	2,3	2,0	2,3
Inversión total (% a/a)	5,2	4,0	-1,7	16,6	0,8	-2,1	2,3	-2,1	2,3
Exportaciones (% a/a)	3,6	-2,5	-2,7	6,5	5,9	5,5	-2,9	5,5	-3,1
Importaciones (% a/a)	7,7	1,3	-9,4	12,1	0,6	-0,1	-2,2	-0,1	-2,3
Tasa de paro (% último trimestre)	11,7	11,1	14,2	11,1	7,9	8,1	8,3	8,1	8,3
Inflación (% a/a, media)	3,7	3,7	3,2	8,3	9,3	4,7	4,3	4,7	4,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,1	3,4	4,3	10,5	6,1	5,0	4,0	5,2	4,3
Balance fiscal (% PIB)	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-7,9	-8,5	-7,9	-8,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,3	-1,1	-0,6	-1,1	-0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,8	-3,6	-1,9	-2,8	-2,8	-1,7	-3,1	-1,6	-2,7
Tipo de interés oficial (final período)	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	9,50	11,75	9,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6,40	4,40	1,90	9,15	13,65	11,66	9,36	11,68	9,55
Tipo de interés a 10 años (final período)	9,24	6,81	6,98	10,31	12,76	12,68	12,00	12,68	13,56
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	5,08	5,19	5,05	5,06
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,44	4,53	6,38	6,32	5,56	5,33	5,57	5,30	5,42
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	11,8	8,5	11,8	8,5
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)	16,4	15,8	19,0	22,2	20,2	19,0	19,9	19,0	19,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografía e Estatística, IBGE)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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

moderar las exportaciones brasileñas, mientras que el consumo seguirá contenido por los tipos de interés restrictivos.

### 1.2.11 Argentina

#### Freno en el crecimiento y aumento de dinámica de la inflación incrementan el riesgo de recesión en 2024.

La economía argentina sufrió una abrupta contracción en el segundo trimestre del -4,9% a/a [-2,8% t/t], cuando en el primero había crecido un 1,4% a/a [0,9% t/t]. El consumo privado creció un 0,8% interanual, pero su contracción trimestral ajustada por estacionalidad (s.a.) fue de un -2,8% t/t. Las exportaciones cayeron en un -10,9% a/a [-4,1% t/t, s.a.) y las importaciones subieron un 4,3% a/a. Asimismo, la inversión bajó un -1,1% a/a. Estas cifras revelan un panorama complejo, con una inflación al alza y lejos de estar controlada, en un contexto mundial en desaceleración y con costes financieros más altos.

**Argentina**

- **La economía se contrajo en el segundo trimestre.**
- **La inflación alcanza el 138% y mantiene una tendencia al alza.**
- **El banco central sube tipos en 15 puntos porcentuales y prosigue el proceso de devaluación de la moneda.**
- **Aumentan los riesgos de una recesión en 2024.**

La actividad económica en Argentina en 2023 se ha visto afectada por la sequía, que redujo la producción agrícola. El consumo del gobierno sigue creciendo, con elecciones en noviembre, arrojando un déficit fiscal que se amplió en el segundo trimestre hasta situarse en el 4,4% del PIB. La producción industrial empezó a caer en junio y julio, -2,4% y -3,9%, respectivamente, con la construcción volviendo a acelerar su caída

(-5,8% en julio), mientras que la producción de automóviles ha ido bien e incluso se ha acelerado (17,4% a/a en agosto). En este contexto, se ha revisado a la baja la previsión de crecimiento del PIB argentino para 2023 a -2,2%, debido a que se han materializado los malos pronósticos para el consumo y las exportaciones, mientras que la inversión también está en caída en un contexto de mayores costes financieros y desaceleración económica. Para 2024, se prevé un crecimiento de apenas el 0,2% y sujeto a riesgos a la baja (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

La inflación en Argentina sigue al alza (138,3% en agosto), con la subyacente en 140,2%, y, según la encuesta de expectativas realizada por el banco central a final de agosto, los analistas esperan que la inflación se sitúe en 169% en todo 2023, comparado con los 141% que estimaban en julio. La subida de precios está ocurriendo en todos los segmentos: alimentación, ropa, transporte, restaurantes, bienes y servicios. Asimismo, la masa monetaria (M2) crece menos, pero aun así sigue creciendo al 56%.

En su reunión de octubre, el banco central decidió elevar el tipo de interés de referencia LELIQ a 28 días en 15 puntos porcentuales, hasta 133% (209% tasa efectiva anual). Al mismo tiempo, el tipo de cambio oficial ha subido a 350 ARS/USD. La autoridad monetaria ha visto conveniente readecuar el nivel de las tasas de interés, en línea con la recalibración del nivel del tipo de cambio oficial. Todo ello, con el objetivo de anclar las expectativas cambiarias y minimizar el grado de traslado a precios, buscando tender hacia retornos reales positivos sobre las inversiones en moneda local y favorecer la acumulación de reservas internacionales.

En un contexto de elecciones en noviembre, los riesgos de corto plazo para la economía argentina son a la baja y provienen de la dificultad de ejecución de los ajustes que la economía requiere. El ajuste realizado en el tipo de cambio es un esfuerzo por estabilizar los mercados y alinear el

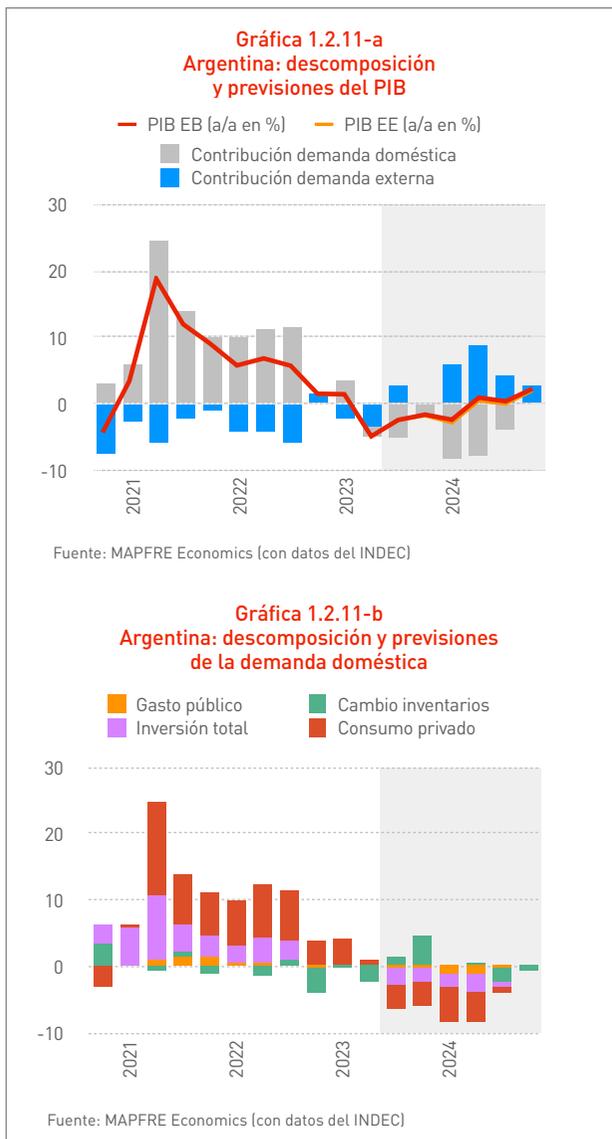
Tabla 1.2.11

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	10,7	5,0	-2,2	0,2	-2,5	-0,4
Contribución de la demanda doméstica	-4,1	-9,5	-10,0	13,4	8,1	-1,1	-5,0	-1,1	-5,5
Contribución de la demanda externa	1,5	7,5	0,1	-2,7	-3,1	-0,8	5,3	-0,8	5,4
Contribución del consumo privado	-1,7	-4,6	-8,7	7,2	6,7	-0,8	-2,6	-0,8	-2,9
Contribución de la inversión total	-1,2	-3,2	-2,2	5,6	2,2	-1,1	-1,4	-1,1	-1,5
Contribución del gasto público	-0,3	-0,9	-0,3	0,9	0,3	0,0	-0,6	0,0	-0,6
Consumo privado (% a/a)	-2,2	-6,1	-12,2	10,4	9,7	-1,1	-3,5	-1,1	-4,0
Gasto público (% a/a)	-1,9	-6,4	-2,0	6,3	1,9	0,1	-4,1	0,1	-4,1
Inversión total (% a/a)	-5,7	-16,0	-13,1	33,8	11,1	-5,4	-6,8	-5,4	-7,4
Exportaciones (% a/a)	0,6	9,8	-17,4	8,5	5,8	-5,4	10,0	-5,4	9,7
Importaciones (% a/a)	-4,5	-18,7	-17,2	20,4	17,9	-1,0	-12,1	-1,0	-12,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	9,1	8,9	11,0	7,0	6,3	7,7	7,5	7,7	7,6
Inflación (% a/a, media)	34,3	53,5	42,0	48,4	72,4	132,0	157,0	136,0	159,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	47,4	52,2	36,4	51,4	91,8	162,4	121,2	163,2	122,8
Balance fiscal (% PIB)	-4,9	-3,8	-8,4	-3,6	-3,8	-4,2	-3,0	-4,2	-3,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,3	-0,4	-6,4	-2,1	-2,0	-2,7	-2,2	-2,7	-2,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,9	-0,8	0,7	1,4	-0,7	-2,6	1,7	-2,6	1,6
Tipo de interés oficial (final período)	59,25	55,00	38,00	38,00	75,00	133,00	97,90	138,00	104,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	56,76	45,13	29,55	31,49	67,61	116,00	116,02	115,99	116,10
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,85	30,24	21,68	25,52	34,40	28,99	27,52	28,98	30,55
Tipo de cambio vs USD (final período)	37,70	59,89	84,15	102,72	177,15	509,29	1103,53	509,55	1102,48
Tipo de cambio vs Euro (final período)	43,17	67,28	103,26	116,34	188,95	534,72	1182,68	534,69	1180,36
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	83,4	52,1	83,4	50,5
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: 30 octubre 2023.

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



tipo de cambio oficial con el no-oficial. Con todo, el contexto no se ha estabilizado y, con la desaceleración en curso y la inflación sin controlar, hay riesgos de una recesión durante 2024, con aún mayor inflación e inestabilidad en los mercados de divisas y de financiación.

### 1.2.12 China

#### La deflación en los precios al productor podría anticipar una desaceleración de la economía.

La economía china creció un 4,9% en el tercer trimestre de 2023, con el consumo aumentando un 6,8%, la inversión expandiéndose un 3,1% (lideradas por la inversión en infraestructuras, manufacturas y un repunte inmobiliario). También se produjo una cierta mejora en las cifras de comercio exterior, aunque el rubro siguió contrayéndose en septiembre. Los índices de gestores de compras (PMIs), están solo marginalmente en positivo, con el compuesto en 50,7 y el de servicios en 50,6, en tendencia claramente descendiente, y el manufacturero, en contracción, en 49,5 puntos.

Por su parte, las ventas al por menor crecen un 4,6%, y la confianza del consumidor está estable, aunque en niveles deprimidos (86,8). El gobierno tiene un objetivo formal de crecimiento para la economía cercano al 5%. En este contexto, se prevé para este año un crecimiento

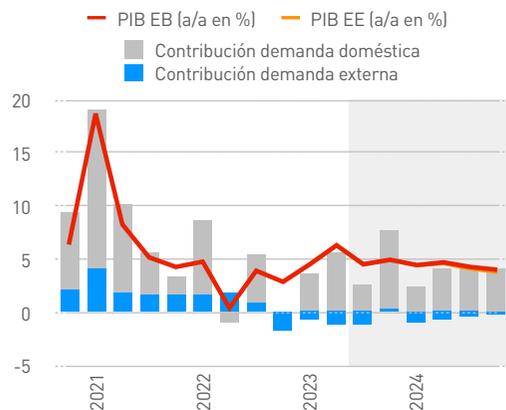
**China**

- Las exportaciones chinas vuelven a ganar dinamismo, pero por debajo del nivel observado en el pasado reciente.
- Las autoridades refuerzan los estímulos, a fin de que la economía no se desacelere.
- Persisten los riesgos de una crisis en el sector inmobiliario, la cual podría tener efectos sistémicos.

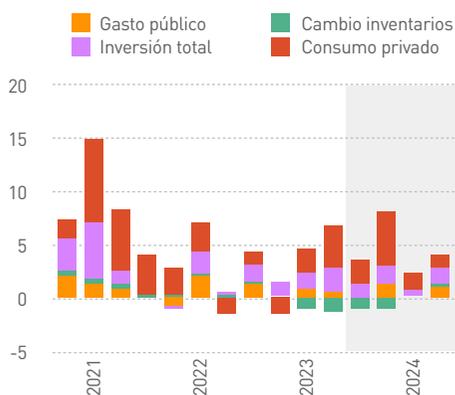
del 5,1% y del 4,4% en 2024, mostrando una desaceleración esperable debido al enfriamiento del mercado para las exportaciones chinas por la caída de la demanda exterior (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

Por lo que se refiere a la inflación, se ha situado en un 0,0% en septiembre (frente al 0,1% de agosto), mientras que los precios al productor están en franca deflación (-2,9% a/a en agosto). Con la desaceleración económica mundial y los precios al productor reduciéndose (-2,9% en agosto), así como con todos los insumos de los negocios bajando de precio, las probabilidades de entrar en deflación van en aumento. En el ámbito de política monetaria, el banco central todavía está en trayectoria de relajación. En septiembre, ha decidido bajar en 25 pbs el ratio de reservas requerido a los bancos hasta 10,50%, como forma de estímulo a la actividad crediticia. El tipo de interés de depósito se sitúa en 1,50% y el tipo de interés repo inverso (*reverse repo rate*) en 1,92%. Con la inflación baja, e incluso riesgo de deflación, esta postura monetaria pareciera apropiada.

A nivel de riesgos económicos y financieros de corto plazo, persiste el problema del sector inmobiliario, con la promotora Country Garden comunicando a la bolsa que se encamina hacia la insolvencia. Esta situación, que por sí sola podría no ser sistémica, puede ser un indicativo de una problemática más amplia que sí pudiera llegar a serlo. Por otra parte, la desaceleración mundial comienza a notarse en el ritmo de crecimiento de las exportaciones chinas. Así, con unos precios al productor claramente negativos, existe el riesgo de que China entre en deflación. Con todo, ante un sector financiero e inmobiliario en situación delicada, el gobierno va a intentar que al menos sus exportaciones sean un factor de crecimiento.

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


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BoPRC)

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


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BoPRC)

**Tabla 1.2.12**  
**China: principales agregados macroeconómicos**

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 <sub>(p)</sub>	2024 <sub>(p)</sub>	2023 <sub>(p)</sub>	2024 <sub>(p)</sub>
PIB (% a/a)	6,7	6,0	2,2	8,5	3,0	5,1	4,4	5,1	4,2
Contribución de la demanda doméstica	7,3	5,3	1,6	6,6	2,5	4,8	3,7	4,8	3,6
Contribución de la demanda externa	-0,3	0,6	0,7	2,3	0,7	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5
Contribución del consumo privado	3,2	2,5	-1,0	4,6	0,1	3,5	1,5	3,5	1,5
Contribución de la inversión total	3,1	2,2	1,3	1,3	1,3	1,6	1,2	1,6	1,1
Contribución del gasto público	1,2	1,1	0,8	0,3	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8
Consumo privado (% a/a)	8,1	6,3	-2,4	12,1	0,3	9,2	3,8	9,2	3,6
Gasto público (% a/a)	7,1	6,6	4,6	1,6	5,7	4,4	4,8	4,4	4,8
Inversión total (% a/a)	7,3	5,1	3,1	3,2	3,2	4,0	3,1	4,0	2,8
Exportaciones (% a/a)	4,4	2,3	1,7	18,2	-0,3	3,4	1,7	3,4	1,5
Importaciones (% a/a)	6,5	-0,7	-2,2	6,7	-4,7	8,4	5,4	8,4	5,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,9	3,1	3,5	3,3	3,6	3,4	3,5	3,4	3,5
Inflación (% a/a, media)	2,1	2,9	2,5	0,9	2,0	0,5	1,9	0,5	2,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,2	4,3	0,1	1,8	1,8	0,7	2,0	0,7	2,4
Balance fiscal (% PIB)	-4,7	-5,6	-7,6	-5,1	-7,4	-7,3	-7,0	-7,3	-7,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-2,2	-3,7	-1,5	-3,7	-3,5	-3,1	-3,5	-3,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,2	0,7	1,7	2,0	2,2	1,4	0,9	1,4	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	1,92	1,91	1,92	1,92
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,23	3,14	3,14	2,78	2,84	3,20	3,17	3,19	4,46
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,88	6,99	6,52	6,35	6,90	7,30	7,10	7,30	7,10
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,87	7,85	8,00	7,19	7,36	7,66	7,61	7,66	7,60
Crédito privado (% a/a, media)	12,9	13,1	13,1	12,3	11,1	11,1	7,4	11,1	4,6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	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	31,8	28,7	29,7	28,7	29,6

 Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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

### 1.2.13 Indonesia

#### La inflación empieza a controlarse, pero los costes energéticos pueden invertir la tendencia

La economía indonesia creció un 5,2% en el segundo trimestre del año, con el consumo de los hogares creciendo un 5,9% y el gasto público un 10,6%. La inversión aumenta un 4,6%, en tanto que las exportaciones decrecen un -2,7%, y las importaciones lo hacen un -3,1%. No obstante, la balanza comercial es muy positiva, gracias a las exportaciones agrícolas y de minerías. El índice de gestores de compras manufacturero (PMI) de septiembre se situó en 53,3 puntos, mejorando desde los 52,4 previos. Las ventas al por menor crecen en agosto un 1,3%, y las ventas de automóviles se han estabilizado por encima de las 80 mil unidades por mes. La producción industrial está más volátil, pero en niveles medios de los últimos 3 años. Para los próximos trimestres, se espera que el consumo mantenga sus niveles de crecimiento, mientras que las exportaciones e importaciones se debilitarían por la desaceleración mundial y el endurecimiento generalizado de las condiciones financieras en muchos países. De esta forma, la previsión de crecimiento económico en Indonesia se sitúa en 5,1% para 2023 y 4,8% en 2024 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

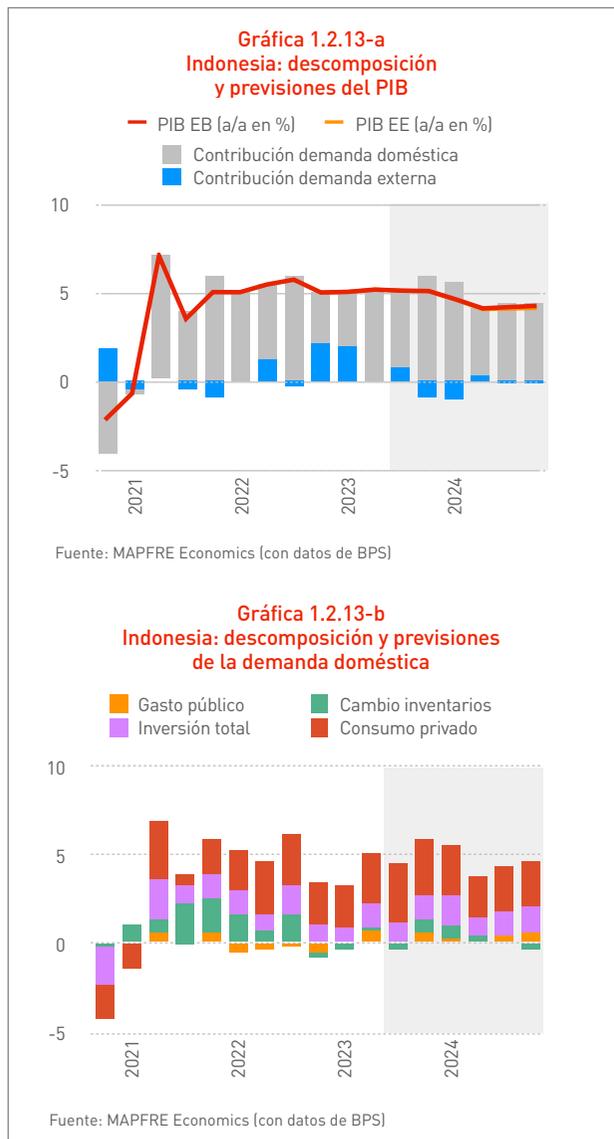
#### Indonesia

- La economía indonesia mantiene un elevado ritmo de crecimiento, superior al 5%.
- La inflación se modera, pero parece haber tocado fondo en el 3%.
- Los mercados de divisas y de financiación externa, constituyen los puntos de mayor riesgo de corto plazo para la economía indonesia.

Por su parte, la inflación se ha acelerado ligeramente en agosto, hasta 3,3%, desde un pico de casi el 6,0% en 2022, manteniendo una

trayectoria descendente que la situó en 2,2% en septiembre. Los precios al productor siguen algo más altos, pero también en trayectoria de moderación (3,7% en agosto). Sin embargo, la subida del precio del petróleo en los últimos meses hace que las expectativas para la inflación vuelvan a subir. El Banco Central de Indonesia mantuvo los tipos de interés de política monetaria en 5,75% en la reunión de septiembre. La decisión está orientada a mantener la inflación dentro del rango de 3,0% ± 1% en 2023 y de 2,5% ± 1% en 2024. Tiene también como objetivo reforzar la estabilidad de la rupia ante la incertidumbre actual en los mercados financieros mundiales. Mientras tanto, el banco central sigue orientando la política macro prudencial acomodaticia hacia la reactivación de los préstamos bancarios/financiación a las empresas a través de incentivos de liquidez, con especial atención a la industria transformadora, la vivienda y el turismo.

Los riesgos de corto plazo para la economía de Indonesia podrían provenir de la incertidumbre de los mercados financieros mundiales, y especialmente de divisas, ya que la política monetaria de la Reserva Federal podría llevar a choques de divisas en los mercados emergentes. La balanza por cuenta corriente sigue en positivo, cerca del 0,7% del PIB (aunque las exportaciones se moderaron, las importaciones bajaron más), y sigue con una tendencia de mejora. El tipo de cambio ha estado depreciándose desde mayo, situándose en torno a 15.400 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 cierta inestabilidad en los mercados internacionales de financiación sería un desafío para Indonesia.



**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	5,1	4,8	5,1	4,3
Contribución de la demanda doméstica	6,2	3,6	-3,6	4,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5
Contribución de la demanda externa	-1,0	1,4	1,5	-0,4	0,8	0,5	-0,2	0,5	-0,2
Contribución del consumo privado	2,8	2,9	-1,5	1,1	2,7	3,0	2,6	3,0	2,5
Contribución de la inversión total	2,2	1,5	-1,6	1,2	1,2	1,1	1,4	1,1	1,4
Contribución del gasto público	0,4	0,3	0,2	0,3	-0,4	0,4	0,3	0,4	0,3
Consumo privado (% a/a)	5,1	5,2	-2,7	2,0	4,9	5,5	4,7	5,5	4,6
Gasto público (% a/a)	4,8	3,3	2,1	4,2	-4,5	6,0	4,2	6,0	4,5
Inversión total (% a/a)	6,7	4,5	-5,0	3,8	3,9	3,6	4,6	3,6	4,5
Exportaciones (% a/a)	6,5	-0,5	-8,4	18,0	16,3	0,2	1,9	0,2	1,7
Importaciones (% a/a)	12,1	-7,1	-17,6	24,9	14,7	-2,0	3,5	-2,0	3,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	5,1	6,7	6,2	5,7	5,7	5,3	5,7	5,3
Inflación (% a/a, media)	3,3	2,8	2,0	1,6	4,2	3,7	2,4	3,7	2,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,3	2,7	1,6	1,8	5,5	2,7	2,3	2,7	2,7
Balance fiscal (% PIB)	-1,7	-2,2	-6,2	-4,6	-2,4	-1,7	-1,7	-1,7	-1,6
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,9	-2,7	-0,4	0,3	1,0	-0,2	-1,0	-0,3	-1,5
Tipo de interés oficial (final período)	6,00	5,00	3,75	3,50	5,50	6,00	5,00	6,00	5,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,70	5,51	4,06	3,75	6,62	6,48	5,50	6,49	5,83
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,98	7,10	6,10	6,38	6,93	7,79	7,75	7,78	8,88
Tipo de cambio vs USD (final período)	14.380	13.883	14.050	14.253	15.568	15.650	16.093	15.657	16.030
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16.465	15.596	17.241	16.143	16.605	16.432	17.247	16.429	17.162
Crédito privado (% a/a, media)	10,8	8,8	1,4	1,0	9,6	8,1	9,1	8,1	9,3
Crédito familias (% a/a, media)	10,2	7,9	2,1	2,2	7,8	8,3	5,6	8,3	5,4
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	0,3	-9,0	-12,6	15,3	31,1	12,9	31,1	12,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	24,0	22,8	21,4	25,7	29,2	26,9	23,4	26,9	23,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 2023.

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

### 1.2.14 Filipinas

#### Crecimiento moderándose con riesgo de repunte de la inflación.

La economía filipina desaceleró en el segundo trimestre de 2023 al 4,3% (-0,9% t/t), desde el 6,4% del primer trimestre del año. El consumo privado creció un 5,5% a/a, el consumo del gobierno se contrajo un -7,1% a/a (en parte, debido al efecto base por un crecimiento del 10,9% el segundo trimestre de 2022) y la inversión no mostró incremento. Asimismo, las exportaciones volvieron a acelerar (4,1%), pero con énfasis en los servicios (9,6%), ya que las exportaciones de bienes se mantuvieron en contracción (-0,9%). Así, la balanza por cuenta corriente se va corrigiendo desde 2022, pero a costa de una fuerte contracción de las importaciones.

#### Filipinas

- La economía filipina se ha desacelerado en 2023, pero aún mantiene una fuerte dinámica de crecimiento.
- A diferencia de las exportaciones de bienes, las exportaciones de servicios siguen creciendo.
- La inflación repunta, aunque la subyacente sigue moderándose.

En cuanto a indicadores adelantados de actividad, el índice de gestores de compras (PMI manufacturero) se situó en 50,6 puntos en septiembre. Asimismo, las encuestas a las condiciones de negocio futuras mejoran sustancialmente, situándose en 53,8 desde 46,4 puntos (<50 indica contracción), pero las actuales siguen deprimidas (35,5). Por su parte, la producción industrial sube un 8,5% en agosto, impulsada por los sectores de automoción y maquinaria eléctrica. En este contexto, la previsión es que, en 2023, la economía filipina se desacelere, desde los 7,6% de 2022, fundamentalmente por las tensiones en la inflación y las condiciones financieras más estrictas. Así, se prevé un crecimiento del

PIB en torno al 5,1%, en 2023 y al 4,9% en 2024, debido principalmente a la desaceleración del consumo y de las exportaciones (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

Por su parte, la inflación alcanzó un 6,1% en septiembre, volviendo a aumentar en el mes (0,2% m/m) e interrumpiendo la tendencia a la baja, mientras que la subyacente sigue bajando (5,9%). Por rubros, la alimentación ha subido un 9,7%, la vivienda y suministros del hogar un 2,4%, mientras que el coste del transporte crece un 1,2%. Con la base monetaria M2 estabilizándose, al contrario de otras regiones del mundo donde se está contrayendo, la inflación deberá seguir siguiendo relativamente alta.

Los tipos de interés del banco central se mantienen en 6,25% (*Overnight Repo*) después de la reunión de septiembre. Las proyecciones de base para la inflación son ahora algo más altas que antes, pero estiman que se sitúe dentro del rango 2-4 % para final de año. El banco central también considera apropiado mantener su pausa en medio de los riesgos al alza para las perspectivas de inflación. De cara al futuro, el banco central estaría preparado para reanudar sus acciones de endurecimiento monetario ante los riesgos al alza y los potenciales efectos de segunda ronda que podrían desanclar las expectativas de inflación.

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

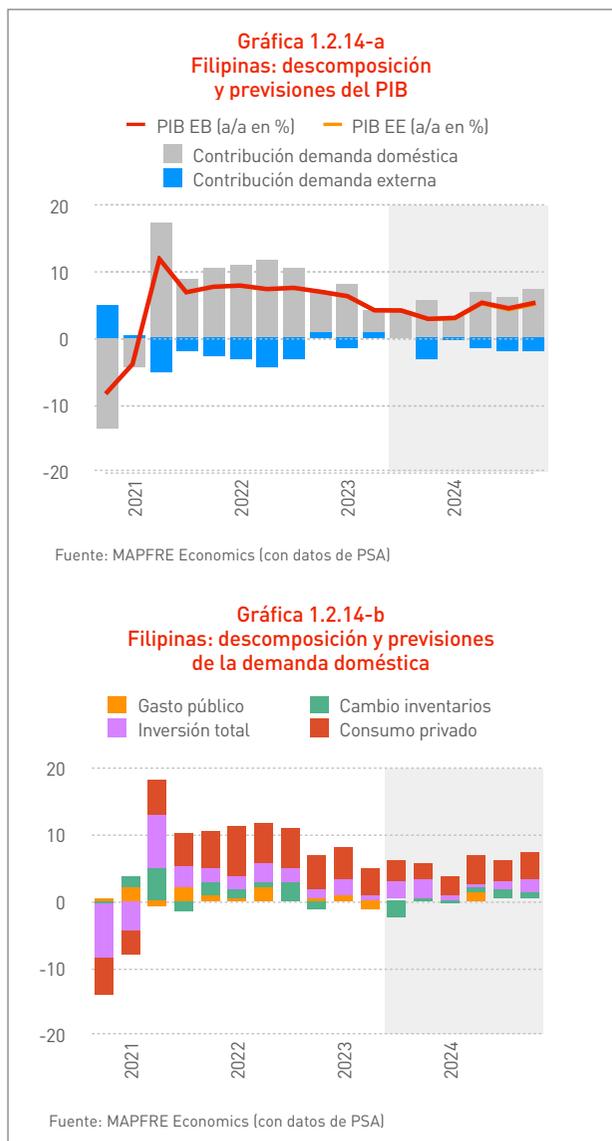
Tabla 1.2.14

Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
<b>PIB (% a/a)</b>	6,3	6,1	-9,5	5,7	7,6	5,1	4,9	5,0	4,6
<b>Contribución de la demanda doméstica</b>	8,6	6,3	-13,5	8,0	9,8	5,3	6,1	5,3	5,9
<b>Contribución de la demanda externa</b>	-2,3	-0,2	4,0	-2,3	-2,2	-0,9	-1,3	-0,9	-1,3
<b>Contribución del consumo privado</b>	4,2	4,3	-5,8	3,1	6,0	3,6	3,7	3,6	3,5
<b>Contribución de la inversión total</b>	3,3	1,1	-7,3	2,1	2,2	2,2	1,3	2,2	1,2
<b>Contribución del gasto público</b>	1,5	1,1	1,3	1,1	0,7	0,0	0,6	0,0	0,6
<b>Consumo privado (% a/a)</b>	5,8	5,9	-8,0	4,2	8,3	5,0	5,0	5,0	4,8
<b>Gasto público (% a/a)</b>	13,4	9,1	10,5	7,2	4,9	0,2	4,0	0,2	4,0
<b>Inversión total (% a/a)</b>	12,9	3,9	-27,3	9,8	9,7	9,6	5,3	9,6	5,1
<b>Exportaciones (% a/a)</b>	11,8	2,6	-16,1	8,0	10,9	0,1	3,8	0,1	3,6
<b>Importaciones (% a/a)</b>	14,6	2,3	-21,6	12,8	13,9	2,3	6,1	2,3	5,9
<b>Tasa de paro (% , último trimestre)</b>	5,1	4,6	8,7	6,8	4,3	4,6	4,5	4,6	4,6
<b>Inflación (% a/a, media)</b>	5,3	2,4	2,4	3,9	5,8	5,9	3,2	6,0	3,8
<b>Inflación (% a/a, último trimestre)</b>	6,1	1,4	2,9	3,6	7,9	4,1	3,1	4,3	3,7
<b>Balance fiscal (% PIB)</b>	-3,1	-3,4	-7,6	-8,6	-7,3	-5,9	-5,7	-5,9	-5,8
<b>Balance fiscal primario (% PIB)</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Balance cuenta corriente (% PIB)</b>	-2,6	-0,8	3,2	-1,5	-4,5	-3,5	-3,4	-3,6	-3,9
<b>Tipo de interés oficial (final período)</b>	4,75	4,00	2,00	2,00	5,50	6,25	5,25	6,50	5,75
<b>Tipo de interés a 3 meses (final período)</b>	5,03	3,97	2,00	1,81	5,50	6,44	5,30	6,45	5,64
<b>Tipo de interés a 10 años (final período)</b>	7,05	4,44	2,97	4,72	6,91	7,17	6,80	7,17	7,97
<b>Tipo de cambio vs USD (final período)</b>	52,72	50,74	48,04	50,27	56,12	57,50	54,95	57,52	54,78
<b>Tipo de cambio vs Euro (final período)</b>	60,37	57,01	58,94	56,93	59,86	60,37	58,90	60,36	58,65
<b>Crédito privado (% a/a, media)</b>	16,8	9,5	4,0	0,9	8,3	7,5	6,9	7,5	7,0
<b>Crédito familias (% a/a, media)</b>	14,3	12,8	11,2	-2,1	7,9	13,0	10,8	13,0	10,6
<b>Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)</b>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
<b>Crédito S.P. financiero (% a/a, media)</b>	10,3	6,9	-7,9	8,2	13,4	9,7	8,9	9,7	8,8
<b>Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)</b>	6,4	5,0	3,4	-0,4	-0,9	1,1	3,4	1,0	3,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)  
Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 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

Como se señaló en la primera parte de este informe, se han revisado al alza las estimaciones de crecimiento económico para 2023, las cuales, sin embargo, continúan dibujando una senda de desaceleración económica, con un crecimiento global previsto del 2,9% en 2023 (3,4% en 2022), que continuaría en 2024 hasta el 2,2%, fundamentalmente por el efecto sobre el nivel de actividad del endurecimiento de las condiciones de financiación para gobiernos, hogares y empresas. Al mismo tiempo, el conflicto abierto en Oriente Medio ha vuelto a introducir incertidumbre en el entorno económico global, entre otros motivos, por el repunte en los precios del petróleo, lo que podría afectar en el tiempo que deberán mantener los bancos centrales una política monetaria restrictiva en su lucha contra la inflación.

Esta desaceleración económica global, en un entorno en el que los mecanismos de transmisión de la política monetaria a la economía real están funcionando con una contracción del crédito, un debilitamiento de los mercados laborales (todavía fuertes) y claros síntomas de moderación en la inflación, plantean un panorama para la actividad aseguradora de menores crecimientos en el volumen de negocio que afectará a sus líneas de negocio más cíclicas y vinculadas al crédito, como los seguros de Autos

o los de Vida riesgo, si bien se espera una mejora en su rentabilidad, a medida que se materializan las revisiones al alza de las primas de seguros para adaptarlas a la inflación, se moderan los crecimientos de los costes y se incrementan los ingresos financieros de las carteras de inversiones por las subidas de los tipos de interés. Por su parte, en un sentido más estructural, los mayores niveles de los tipos de interés están ayudando al desarrollo del negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro y las rentas vitalicias.

En cuanto a los mercados financieros, el repunte de las rentabilidades de los bonos soberanos y corporativos de mayores duraciones ha vuelto a provocar correcciones en sus valoraciones a la baja, las cuales se suman a la fuerte corrección que ya arrastraban del año previo por el endurecimiento de la política monetaria. La renta variable, por su parte, ha sufrido también correcciones, perdiendo gran parte de las ganancias obtenidas en la primera mitad del año. Así, el índice Euro Stoxx 50, que se había revalorizado un 15,7% en el primer semestre, ha sufrido una corrección significativa en el tercer trimestre, dejando la revalorización anual de este índice en el 5,6% al cierre del día 30 de octubre, lo que supone una pérdida de 10,1 puntos porcentuales (pp) de la rentabilidad acumulada en el año. Situación similar se ha vivido en el mercado estadounidense, en el que el S&P500 que ha sufrido un retroceso de 8,6 pp en el último trimestre, hasta el cierre del 30 de octubre, dejando la revalorización anual en el 6,9% y, en el caso del Nasdaq Composite, en un 19,7%, con un retroceso de 10,8 pp.

Estas últimas correcciones y el aumento de la volatilidad introducen cierta incertidumbre que puede afectar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. A pesar de ello, surgen oportunidades para la comercialización de nuevas emisiones abriendo la posibilidad para ampliar la composición de los activos de referencia hacia un mayor peso de la renta fija, en la combinación de productos que se ofrezcan en el mercado tras la fuerte corrección vivida en el mercado de bonos y las expectativas de que a los tipos de interés les pueda quedar escaso recorrido al alza. Lo anterior, especialmente tras los últimos mensajes de los principales bancos centrales, como el Banco Central Europeo (BCE) y de la Reserva Federal en función de los datos de inflación, que se está moderando. Otros bancos centrales que comenzaron antes con el proceso de endurecimiento monetario. Este es el caso de Brasil, cuyo banco central ya ha comenzado a reducir su tipo de interés de referencia, aunque se esté viviendo un ligero repunte de la inflación tras las bajadas de tipos implementadas, así como el de México, cuyo banco central está manteniendo los tipos de interés en los niveles alcanzados en los meses previos, mientras va cediendo la inflación.

Es de destacar también que los riesgos de crédito se están elevando, a medida que los mayores costes de financiación y la inflación sigan repercutiendo en los emisores, y que un número mayor de estos se enfrente a la necesidad de refinanciarse. Este es un problema que afecta particularmente a la deuda corporativa, tanto a la emitida por las grandes empresas como a la emitida por las empresas con una menor capacidad de acceso a los mercados de capitales, como son las pequeñas y medianas empresas, en un entorno en el que el *private equity* ha perdido atractivo por la subida de tipos de interés libres de riesgo, y que también comienza a tener un efecto notable en los bonos soberanos. Hasta el momento, los altos niveles de inflación han beneficiado a los gobiernos por el efecto dilución que conlleva el proceso inflacionista sobre el nivel de endeudamiento cuando este se mide en relación con el PIB del país, en un contexto en el que las subidas de tipos de interés no se traducen de forma inmediata en un alza en los costes de endeudamiento, en tanto no se

produzcan vencimientos sustanciales de la deuda soberana financiada a tipos bajos. Sin embargo, este proceso de refinanciación sigue su ritmo, lo que, unido al freno y retirada progresiva de los estímulos monetarios a través de los programas de adquisición de bonos por parte de los bancos centrales, comienza a tener su efecto en los tipos de interés no solo en su componente libre de riesgo sino también en las primas de riesgo de los países con mayores niveles de endeudamiento, las cuales se están tensionando.

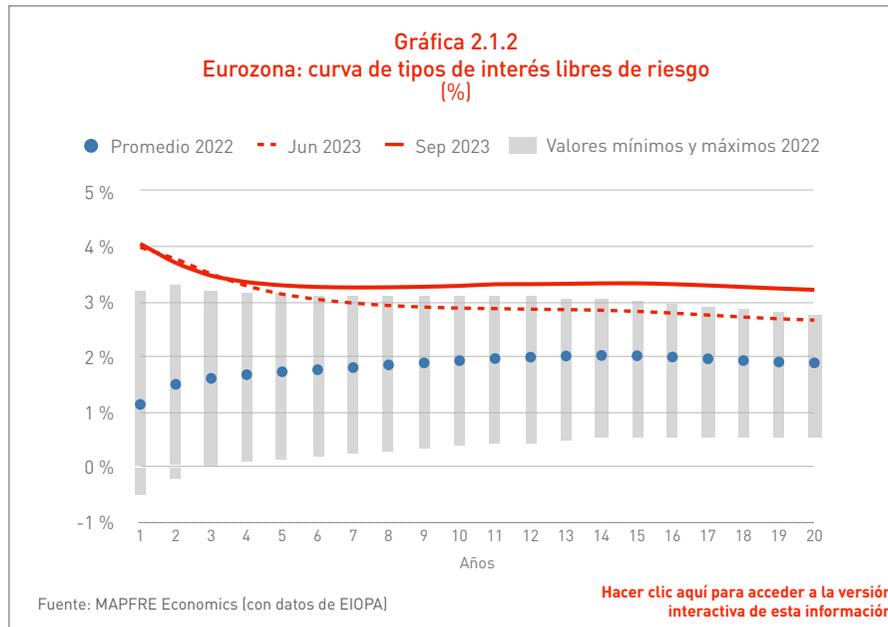
### 2.1.2 Eurozona

Se han revisado a la baja las previsiones de crecimiento económico para la Eurozona en 2023, las cuales se sitúan en el 0,5% (3,4% en 2022), lo que supone una desaceleración significativa de la actividad económica en la zona euro, 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, circunstancias que pueden verse agravadas por el repunte en los precios de la energía a consecuencia de la guerra en Oriente Medio y del mantenimiento de la que ocurre en Ucrania. Este entorno de desaceleración en el crecimiento económico continúa siendo un reto al que se enfrentan las líneas de negocio más cíclicas del sector asegurador europeo. No obstante, 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 inversión. Asimismo, la inflación a la baja y la revisión de las tarifas aplicadas en este año para compensar el encarecimiento de los costes, pueden ayudar a mejorar la rentabilidad de las entidades aseguradoras, que está sufriendo a consecuencia del proceso inflacionista.

Por otro lado, en su reunión de octubre el BCE, tras quince meses y diez subidas ininterrumpidas de tipos de interés, ha decidido mantenerlos en el 4,5% para las operaciones principales de financiación y en el 4,0% para

la facilidad de depósito, lo que supone un cambio importante respecto a sus decisiones previas siendo, no obstante, los mayores niveles alcanzados en más de dos décadas, con unos datos de inflación que se siguen moderando al situarse en el 4,3% en el mes de septiembre (5,2% en agosto), frente a una inflación promedio del año 2022 del 8,4%, lejos todavía del objetivo del 2% para el conjunto de la Eurozona. Todo parece indicar que el mecanismo de transmisión de la política monetaria está funcionando adecuadamente, lo que se está traduciendo en una contracción del crédito y un debilitamiento del mercado laboral, lo que ha llevado al BCE a realizar esa pausa y a esperar a disponer de más datos para las decisiones futuras.

Por su parte, la reducción progresiva del tamaño de su balance continúa la senda prevista y han comenzado a repuntar las primas de riesgo de los



países con mayores niveles de endeudamiento. En el análisis de las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) al cierre del mes de septiembre, se aprecia la estabilidad de los tipos de interés en sus tramos más cortos (todavía con pendiente negativa) y la elevación de la pendiente en el resto de la curva, ante un escenario en el que los tipos de interés podrían mantenerse en niveles altos por más tiempo (véase la Gráfica 2.1.2, la cual 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 junio y septiembre de 2023)<sup>2</sup>.

Como se desprende de dicha información, las subidas de tipos de interés libres de riesgo siguen dibujando un entorno apropiado para el negocio de Vida ahorro, mejorando el panorama para los productos con duraciones mayores, como las rentas vitalicias, por la subida de los tipos de interés en los tramos de vencimientos más largos, si bien la inversión de la curva de tipos en los plazos más cortos (en los que la prima por plazo es negativa) favorece el desarrollo de productos con duraciones más cortas y renovaciones periódicas. Por otro lado, la corrección vivida por el índice Euro Stoxx 50 y otros índices internacionales, junto con la caída de valor de la renta fija, hacen que surjan oportunidades para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, abriendo la posibilidad de ampliar la composición de los activos de referencia hacia un mayor peso de la renta fija, tras la fuerte corrección vivida en el mercado de bonos en 2022 y en lo que va de año, y las expectativas de que a los tipos de interés les puede quedar escaso recorrido al alza.

### 2.1.3 Alemania

En el caso de Alemania, se ha revisado nuevamente a la baja la previsión de crecimiento económico para 2023, con una recesión que profundiza en

la caída del PIB hasta el -0,5% (1,9% en 2022); situación que podría mejorar ligeramente en 2024, año en el que se espera un crecimiento del 0,3%. Este entorno recesivo, con una demanda prevista más débil que comienza a afectar al consumo y una inflación que continúa dando síntomas de moderación, pero sigue elevada (6,1% y 4,5% en los meses de agosto y septiembre, respectivamente, frente a la media para el conjunto del año 2022 del 6,9%), plantea desafíos para el desarrollo del negocio y rentabilidad del sector asegurador, especialmente en el segmento de No Vida.

Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano alemán ha seguido repuntando, tanto en los vencimientos más cortos como en los tramos largos, si bien la pendiente de la curva de rendimientos del bono soberano a finales de octubre seguía siendo marcadamente negativa, especialmente en el tramo de vencimientos entre uno y ocho años. Esta situación de los tipos de interés sigue planteando un entorno propicio para el negocio de Vida ahorro, con tipos de interés garantizados a plazos más cortos y renovaciones periódicas, aunque más complejo para los productos con tipos garantizados de mayor duración y para las rentas vitalicias tradicionales por la inversión de la curva de tipos de interés libres de riesgo, aunque en los últimos meses ha seguido mejorando el entorno para este tipo de productos con tipos de interés garantizados a más largo plazo con el repunte de tipos en los tramos largos de la curva. El DAX alemán, por su parte, que se había recuperado con una revalorización del 15,4% en la primera mitad del año, ha retrocedido desde entonces, dejando la revalorización anual hasta el día 30 de octubre en el 5,0%, tras la caída del -13,6% en el año 2022. Esta última corrección y el aumento de la volatilidad introducen cierta incertidumbre que puede afectar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión y, particularmente, a la composición de los activos de referencia hacia un mayor peso de la renta fija en la combinación de productos que se ofrezcan en el mercado.

### 2.1.4 Italia

La economía italiana se está debilitando, lo que ha llevado a la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico hasta el 0,6% en 2023 (3,9% en 2022) y en 2024 hasta el 0,4%. El endurecimiento de las condiciones de financiación por las subidas de tipos de interés y la pérdida de poder adquisitivo a consecuencia de la inflación, que, a pesar de moderarse en los últimos meses sigue siendo elevada (5,4% y 5,3% en los meses de agosto y septiembre, frente a una inflación media del 8,2% en 2022), comienzan a tener efectos significativos en la economía real, lo que complica el panorama para el negocio y rentabilidad del sector asegurador, especialmente para el segmento de No Vida.

Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano a diez años se ha mantenido en niveles ligeramente por debajo, pero muy cercanos, al 5%, con una curva de deuda soberana en niveles altos y una ligera pendiente positiva que permite ofrecer rentabilidades en los productos a largo plazo superiores a los tipos a corto plazo (prima por plazo), situación que continúa dibujando un panorama muy favorable para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. Por su parte, el principal índice de renta variable italiano ha cedido terreno, pero ha tenido un buen comportamiento en lo que va de año (tras las caídas vividas en el año previo). El FTSE MIB, que subió un 18,3% en el primer semestre del año, ha retrocedido desde entonces dejando la revalorización en 2023 hasta el día 30 de octubre en el 14,3%. Este comportamiento de la renta variable, junto con las altas rentabilidades ofrecidas por la renta fija, pueden 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.

### 2.1.5 España

Se han revisado al alza las expectativas de crecimiento económico para la economía española en 2023 hasta el 2,5% (5,8% en 2022) y a la baja en 2024, año en el que se prevé una desaceleración hasta el 1,3% en un contexto de condiciones financieras endurecidas y mayor incertidumbre a consecuencia del conflicto en Oriente Medio y la guerra en Ucrania. El principal motor del crecimiento de la economía española ha sido el consumo privado, mientras que la inversión muestra síntomas de desaceleración. La inflación (que viene moderándose a lo largo del año) ha experimentado un pequeño repunte en los últimos meses, alcanzando el 2,6% y 3,5% interanual en agosto y septiembre, respectivamente, pero lejos de la inflación media del 8,4% de 2022 y por debajo de los últimos datos de la zona euro.

Como antes se ha indicado, el BCE ha decidido mantener los tipos de interés en su última reunión y sigue reduciendo ligeramente el tamaño de su balance. Ante este entorno económico y de tipos de interés, el sector asegurador español sigue experimentando notables crecimientos, si bien puede sufrir una desaceleración que afectaría particularmente a los negocios más cíclicos vinculados al comportamiento del crédito, como son los seguros de Autos y de Vida riesgo, aunque todavía con importantes crecimientos en los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias, y una mejora progresiva en las perspectivas de rentabilidad por la moderación de la inflación, el ajuste de las primas conforme se renuevan las pólizas y los mayores ingresos financieros. En esta línea, en lo que va de año, hasta el mes de septiembre, el sector asegurador continúa con crecimientos positivos por encima de la inflación en todos los grandes segmentos de negocio, particularmente para el negocio de los seguros de Vida ahorro, el cual presenta un crecimiento en primas del 57,8% hasta el cierre del mes de septiembre (21,2 millardos de euros, frente a 13,4 del mismo período del año anterior), gracias a las subidas de tipos de interés y el retraso en remunerar los depósitos bancarios, lo que sigue abriendo posibilidades de negocio en la captación del ahorro que pueden ir descendiendo a medida

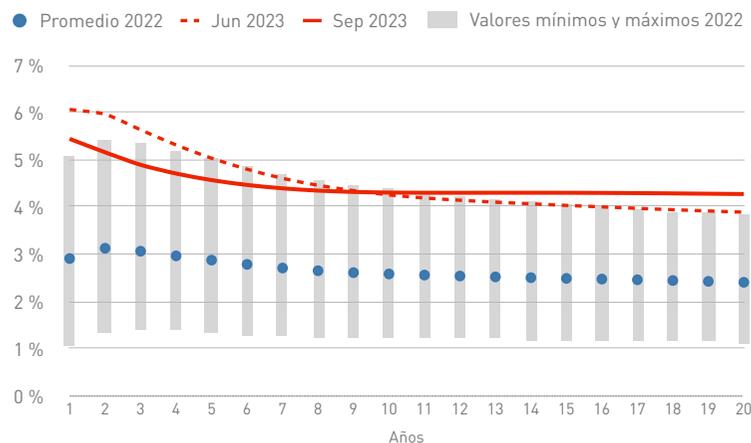
que las entidades bancarias adapten sus políticas de retribución de los depósitos al nuevo entorno de tipos de interés.

### 2.1.6 Reino Unido

Las previsiones para la economía del Reino Unido continúan apuntando a una situación de bajo crecimiento, con una variación del PIB del 0,5% en 2023 (4,3% en 2022), y un crecimiento previsto para 2024 del 0,3%. La inflación comienza a dar síntomas de mejoría (6,7% interanual en los meses de agosto y septiembre, frente a una inflación media del 9,1% de 2022). No obstante, el endurecimiento de las condiciones financieras está generando un entorno de débil crecimiento económico, por lo que el panorama sigue siendo poco propicio para el desarrollo del mercado asegurador británico, especialmente para el segmento de No Vida.

Respecto a los seguros de Vida vinculados al ahorro y las rentas vitalicias tradicionales, es de destacar que el Banco de Inglaterra volvió a incrementar los tipos de interés en su reunión del mes de agosto en 25 puntos básicos (pbs), dejándolos en el 5,25%, decidiendo efectuar una pausa en la subida en su reunión del mes de septiembre. Esta situación se ha visto reflejada en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del cierre del mes de septiembre (véase la Gráfica 2.1.6), en las que puede apreciarse un ligero retroceso en los niveles del tramo de la curva con vencimientos hasta nueve años y un aumento en los tramos más largos, con una curva que se aplanan ligeramente, pero manteniendo una pendiente negativa. A pesar del retroceso, 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, ganando también atractivo los productos de rentas vitalicias con tipos de interés garantizados. En cuanto a la renta variable, el FTSE 100 ha experimentado un retroceso en lo que va de año, hasta el 30 de octubre, del -2,2%, lo que unido al peor comportamiento y aumento de volatilidad de los principales índices de renta variable a nivel internacional en los últimos meses, puede afectar al

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

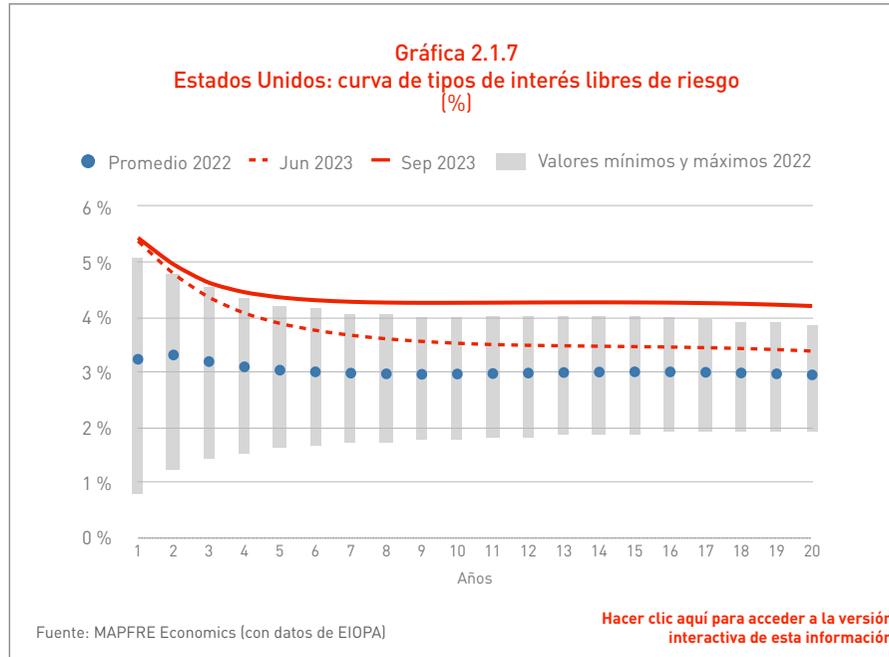
desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión en cuanto a la composición de los activos de referencia, con un mayor peso de la renta fija en la combinación de productos que se ofrezcan en el mercado.

## 2.1.7 Estados Unidos

Los datos de crecimiento económico para los Estados Unidos en 2023 siguen sorprendiendo al alza, lo que ha llevado a revisar nuevamente las estimaciones para el conjunto del año, las cuales anticipan un crecimiento del PIB del 2,3% (1,9 % en 2022), desacelerándose hasta el 0,6% en 2024 a medida que se trasladen a la economía real los efectos del

endurecimiento de las condiciones de financiación, en una economía que sigue mostrando claros síntomas de fortaleza, con unos tipos de interés en niveles no vistos en más de una década. La inflación, aunque ha sufrido un ligero repunte desde el mes de junio en el que se situó en el 3% interanual, continúa dando síntomas de relajación a lo largo del año (3,7% en los meses de agosto y septiembre, frente a una inflación media del 8,0% de 2022). En general, la economía, el mercado laboral y el consumo personal continúan fuertes, lo que sigue favoreciendo el crecimiento del negocio asegurador, al tiempo que la menor inflación puede ayudar a mejorar su rentabilidad, con la ayuda de la revisión de precios aplicada a medida que venzan las pólizas de seguros y de unos ingresos financieros significativamente superiores por el alto nivel de los tipos de interés.

En cuanto al entorno para los seguros de Vida vinculados al ahorro, es de destacar que la Reserva Federal de los Estados Unidos elevó los tipos de interés de política monetaria en su reunión del mes de julio, dejándolos en un rango entre el 5,25% y el 5,5%, decidiendo mantenerlos en ese nivel en la última reunión. Con ello, se mantiene una política monetaria restrictiva en tanto no existan indicios sólidos de que la inflación está controlada en niveles cercanos a su objetivo del 2%, con unos datos que siguen mejorando, pero todavía lejos de su objetivo y una economía que sigue sorprendiendo al alza. 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 observa un aumento en los niveles de todos los tramos de la curva que son más significativos conforme aumentan los vencimientos, con una curva que se aplana ligeramente, pero manteniendo una pendiente negativa y ofreciendo tipos de intereses reales positivos (por encima de los últimos datos de inflación) en todos sus tramos. Este entorno es altamente favorable para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de duraciones cortas y revisión de tipos en cada renovación, ganando también atractivo los productos con garantías de tipos de interés de mayor duración y las rentas vitalicias.



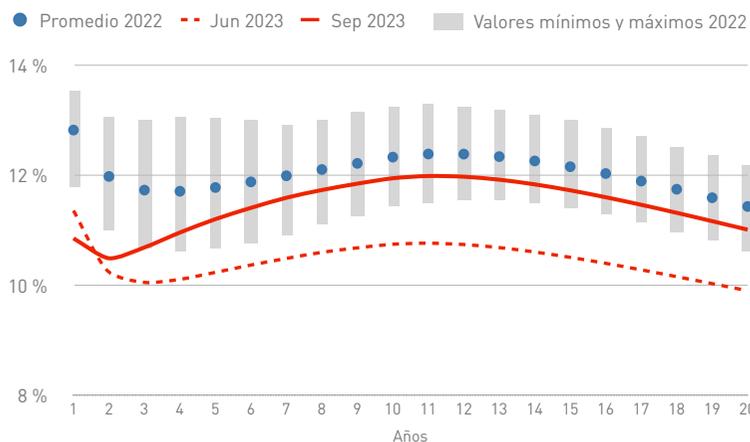
Por otro lado, el índice el S&P500, que se había revalorizado un 15,5% en lo que va de año, hasta finales de junio, ha retrocedido en los últimos meses, de forma que la revalorización anual hasta el día 30 de octubre ha quedado en el 6,9%. En el caso del Nasdaq Composite, que se había revalorizado un 30,5% en lo que va de año hasta finales de junio, ha retrocedido en los últimos meses de forma que la revalorización anual hasta el día 30 de octubre ha quedado en el un 19,7%. Esta última corrección y el aumento de la volatilidad introducen cierta incertidumbre que puede afectar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión y, particularmente, a la composición de sus activos hacia un mayor peso de la renta fija, en la combinación de productos que se ofrezcan en el mercado teniendo en cuenta la alta rentabilidad que ofrecen actualmente los activos de renta fija.

## 2.1.8 Brasil

La economía brasileña sigue comportándose mejor de lo previsto, lo que ha llevado a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento del PIB en 2023 hasta el 3,1% (3,0% en 2022), entrando previsiblemente en una senda de desaceleración a lo largo del próximo año, en el que se estima un crecimiento económico del 1,5%, a consecuencia de los efectos sobre la economía real de unas condiciones de financiación endurecidas, a pesar de los últimos recortes en los tipos de interés de referencia que ha implementado su banco central y una inflación que venía reduciéndose significativamente pero que ha repuntado en el último trimestre. En este contexto, el mercado asegurador 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, si bien es previsible que reduzca sus crecimientos en línea con la desaceleración económica prevista. Por otro lado, los indicadores de rentabilidad siguen mostrando un buen comportamiento, impulsados por la moderación de la inflación y unos ingresos financieros significativamente mayores por los altos niveles de los tipos de interés, muy superiores a la actual tasa de inflación.

El Banco Central de Brasil, que comenzó un año antes que la Reserva Federal de los Estados Unidos a elevar los tipos de interés, ha comenzado ya a reducir los tipos de interés de política monetaria en el mes de julio, aplicando dos bajadas de 50 pbs cada una en julio y en septiembre, hasta dejarlos en el 12,75%, ante la senda de mejoría en los datos de inflación. Sin embargo, los precios han experimentado un repunte desde el mes de junio (en el que la inflación bajó hasta 3,16% interanual), elevándose hasta el 4,61% y 5,19% en los meses de julio y septiembre, respectivamente (frente a una inflación media del 9,3% de 2022). En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA correspondientes al cierre del mes de septiembre (véase la Gráfica 2.1.8, se observa una caída en el tramo más corto de la curva y un repunte en todos los demás vencimientos de la curva, con una prima por plazo e intereses reales positivos, especialmente en los vencimientos en torno a los diez años, lo que continúa ofreciendo un

**Gráfica 2.1.8**  
**Brasil: 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](#)

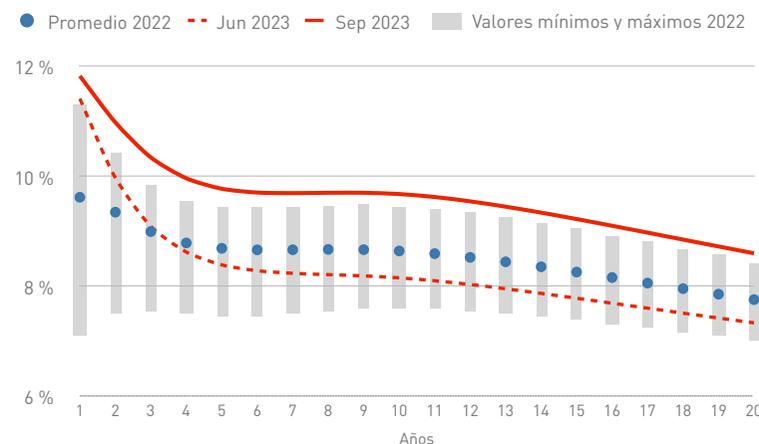
entorno altamente propicio para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro (VGBL y PGBL) y rentas vitalicias, con unos tipos de interés que siguen ofreciendo rentabilidades notablemente superiores a los últimos datos de inflación, si bien la desaceleración económica prevista podría llevar a crecimientos más débiles en esta línea de negocio en los próximos trimestres.

### 2.1.9 México

Como en el caso de Brasil, se han revisado al alza las previsiones de crecimiento económico para México, hasta el 2,9% para el conjunto de 2023 (3,9% en 2022), con una desaceleración prevista en el próximo año 2024 hasta el 1,8%, en una economía que está aguantando mejor de lo

anticipado el endurecimiento de las condiciones de financiación con unos tipos de interés elevados (11,25%) y una inflación que sigue moderándose (4,64% y 4,45% en los meses de agosto y septiembre, respectivamente), por encima, pero acercándose, a su rango objetivo (entre el 2% y el 4%), aunque con una inflación subyacente que muestra mayores resistencias a bajar. Este entorno económico y de condiciones de financiación endurecidas puede llevar a una desaceleración del mercado asegurador, principalmente en el segmento de No Vida, ya que el negocio de Vida ahorro y rentas vitalicias se verá favorecido por el estímulo que supone unos tipos de interés reales positivos. Por otro lado, la moderación en el aumento de los precios y la elevada rentabilidad de las carteras de inversiones está ayudando a mejorar la rentabilidad del sector, todavía afectada por el fuerte repunte de la inflación de los dos últimos años.

**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](#)

Respecto al entorno de tipos de interés, el Banco de México ha mantenido el tipo de interés de referencia de la política monetaria desde el mes de marzo en el 11,25%. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9), se aprecia una subida en todos los tramos de la curva, la cual continúa notablemente invertida en los tramos hasta cinco años y aplanada en su tramo medio. Este entorno de tipos de interés sigue siendo apropiado para el desarrollo de los seguros de Vida ahorro con tipos de interés reales positivos que pueden ofrecer una remuneración significativamente superior a los últimos datos de inflación. La elevación de la curva de tipos de interés con niveles por encima de los máximos del año previo plantea un escenario propicio para el lanzamiento al mercado de productos de ahorro con garantías de tipos a plazos más cortos y revisiones periódicas de los tipos garantizados, ganando también atractivo los productos con garantías de duraciones mayores y las rentas vitalicias, por los altos tipos de interés que ofrece la curva en todos sus tramos.

### 2.1.10 Argentina

La economía argentina continúa profundizando una situación recesiva que lleva a revisar nuevamente a la baja las perspectivas de crecimiento económico para este año, con un retroceso del PIB en 2023 del -2,2% (5,0% en 2022) y una tasa de inflación que vuelve a aumentar en los últimos meses (138,3% en el mes de septiembre, frente a una inflación media de 2022 del 72,4%). La situación económica para el próximo año apunta a una ligera mejoría, pudiendo salir del estado recesivo en el que se encuentra en estos momentos, con un débil crecimiento estimado del 0,2%. Este difícil contexto económico recesivo y de inflación creciente sigue dibujando un panorama muy complejo para el negocio y rentabilidad del sector asegurador.

Por otro lado, el Banco Central de la República Argentina continuó endureciendo la política monetaria ante el fuerte repunte de la inflación, llevando el tipo de interés de referencia hasta el 133% en su reunión de

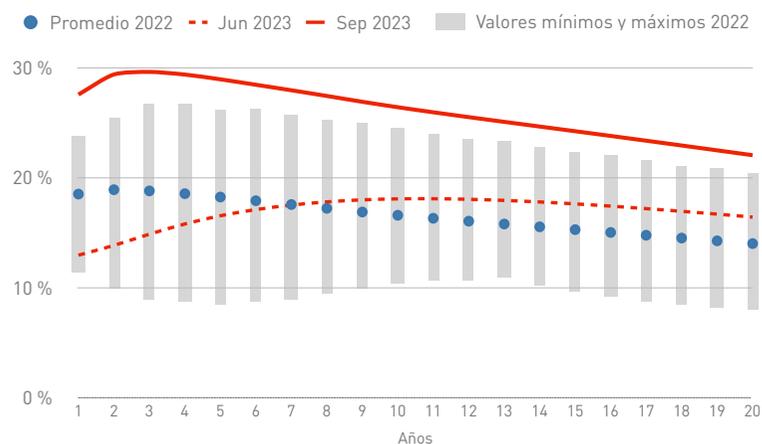
octubre, en un entorno de tipos de interés reales todavía negativos. Esta subida de tipos de interés viene a mejorar el panorama para los seguros de Vida vinculados al ahorro, si bien continúa siendo complejo por la dificultad de encontrar en el mercado activos financieros con una seguridad y rentabilidad suficientes para respaldar productos que puedan llegar a compensar la pérdida de poder adquisitivo provocada por la inflación.

### 2.1.11 Turquía

En el caso de Turquía, se han revisado al alza las previsiones de crecimiento para 2023, hasta el 3,7% (5,5% en 2022), con una desaceleración prevista para el próximo año, en el que el crecimiento estimado se situaría en torno al 2,0%. La inflación está volviendo a repuntar desde el mes de junio (en el que alcanzó el 32,2% interanual), subiendo hasta el 61,5% en el mes de septiembre, frente a una inflación media en 2022 del 72,3%. Ante este repunte, el banco central turco continúa endureciendo de forma acelerada su política monetaria, llevando los tipos de interés de referencia hasta el 35% en su última reunión del mes de octubre, quinta subida consecutiva desde el mes de junio. La desaceleración económica prevista apunta a un panorama de crecimiento en términos reales moderado para el sector asegurador, aunque el fuerte repunte de la inflación puede erosionar su rentabilidad.

Por otra parte, la última subida de tipos de interés implementada por el banco central no ha sido suficiente para llevar a los tipos de interés reales al terreno positivo (por el fuerte repunte de la inflación). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11) se observa una acusada subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en todos los tramos de la curva, que pasa a presentar una pendiente negativa en los vencimientos superiores a tres años. Aunque los niveles de los tipos de interés han subido, siguen lejos de poder compensar la pérdida de poder adquisitivo que conlleva la alta tasa de inflación tras el último repunte, por lo que el

**Gráfica 2.1.11**  
**Turquía: 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](#)

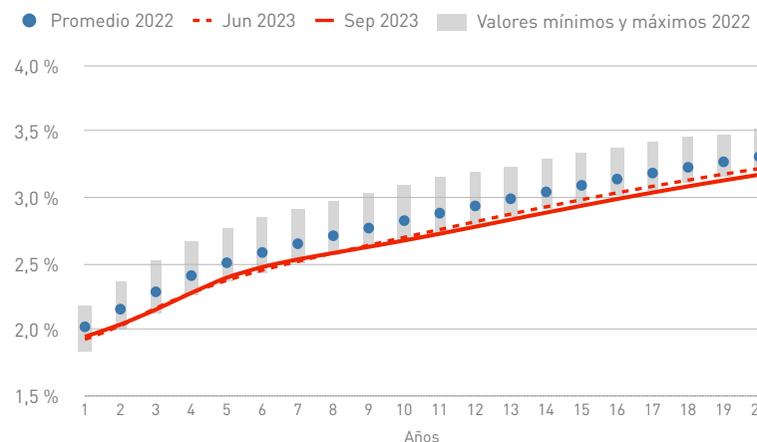
entorno de tipos de interés continúa siendo complicado para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro.

## 2.1.12 China

Se han revisado a la baja las estimaciones de crecimiento económico para China, con un crecimiento del PIB real previsto del 5,1% (3,0% en 2022) y una desaceleración en torno al 4,4% para 2024, lo que continúa planteando un entorno de crecimiento apropiado para el desarrollo del negocio asegurador, en una economía apoyada por una política monetaria acomodaticia, pero con los retos que supone la crisis del mercado inmobiliario que afecta a este país.

Por otro lado, la inflación en China se tornó negativa en el mes de junio, con un -0,3% interanual, y continúa en niveles muy bajos, con el 0% en septiembre (frente a una inflación media del año 2022 del 2,0%), permitiendo al banco central continuar aplicando una política monetaria acomodaticia, con una reducción adicional de los tipos de interés en 10,0 pbs, hasta el 3,45% en su reunión de agosto, nivel que ha mantenido en su reunión de septiembre. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12), se observa que los tipos de interés libres de riesgo de mercado se han estabilizado en torno a los valores mínimos alcanzados en el año 2022. Los tipos a largo plazo, por su parte, 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

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



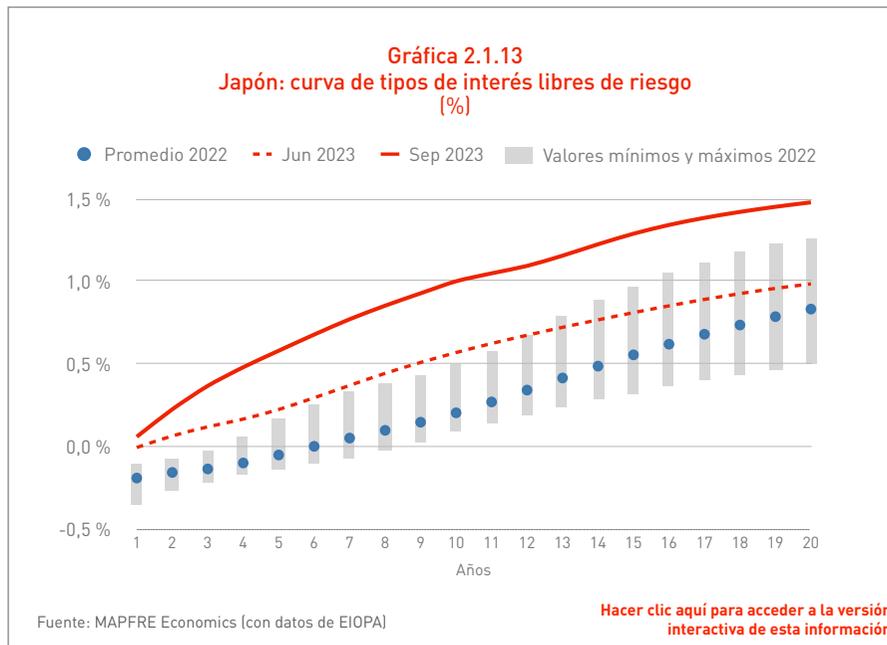
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto, por encima de la inflación.

### 2.1.13 Japón

En el caso de la economía de Japón, mejoran las expectativas de crecimiento económico, las cuales anticipan un crecimiento del PIB en torno al 1,6% (1,0% en 2022), con una desaceleración prevista para 2024, año en el que la economía nipona crecería un 1,1%. Se trata de una aceleración en el crecimiento de este año que genera un entorno apropiado para el desarrollo del negocio asegurador, aunque la inflación ha vuelto a repuntar y se mantiene en unas tasas relativamente altas para la economía japonesa, lo que continúa siendo un reto para su rentabilidad.



En cuanto al negocio de Vida, el Banco de Japón decidió nuevamente en su reunión de octubre no alterar su política monetaria ultra laxa, dejando los tipos de interés a corto plazo en el -0,1%. Sin embargo, introdujo cambios en el límite superior del de 10 años, al elevarlo hasta el 1,0%, debido a los datos de inflación del 3,2% y 3,0% en los meses de agosto y septiembre, respectivamente (por encima de su objetivo del 2%). A pesar de ello, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13) se observa un repunte en todos los tramos de la curva de mercado, notablemente por encima de los niveles que presentaba al cierre del anterior trimestre y de los valores máximos alcanzados en el año previo, con valores positivos en todos sus tramos y un incremento de su pendiente positiva. La curva permite ofrecer una prima por plazo positiva, todavía por debajo de la inflación, lo cual presenta un entorno más propicio para el desarrollo de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias, aunque las expectativas de que puedan subir continúan dibujando un panorama complejo para la gestión de este negocio.

### 2.1.14 Filipinas

Se mantienen las buenas perspectivas económicas para Filipinas, con un crecimiento previsto del PIB del 5,1% en 2023 (7,6% en 2022), y una ligera desaceleración en 2024 hasta el 4,9%, lo que continúa dibujando un panorama favorable para el desarrollo del negocio asegurador. La inflación está volviendo a repuntar desde el mes de julio, en el que alcanzó el 4,7% interanual, subiendo hasta el 6,1% en el mes de septiembre, por encima de la inflación media del año 2022 del 5,8%, por lo que, de persistir esta situación, podría ensombrecerse el panorama para la rentabilidad de las entidades aseguradoras en ese mercado.

Ante este repunte de los precios, el Banco Central de Filipinas, que viene aplicando una política monetaria restrictiva, ha decidido elevar el tipo de referencia en 25 pbs en octubre, en una reunión extraordinaria convocada al efecto, hasta el 6,5%. La rentabilidad del bono soberano a dos años ha

repuntado y se situaba en el 6,57% el día 26 de octubre, en tanto que el bono soberano a diez años también viene subiendo, alcanzando el 7,07%, con lo que el entorno de tipos de interés sigue siendo apropiado para la comercialización de los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales con tipos de interés reales en terreno positivo y unos niveles altos en un entorno de inflación que muestra claros síntomas de mejoría.

## 2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

### Riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero en la Unión Europea

El pasado mes de septiembre, el *Joint Committee* o Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión (EBA, ESMA e EIOPA) publicó su informe sobre riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero en la Unión Europea (UE)<sup>3</sup>. En este informe se pone de relieve, en síntesis, que la economía europea sigue atravesando un período de gran incertidumbre, el cual presenta riesgos importantes para la estabilidad financiera y que exigen la vigilancia de todos los participantes en los mercados financieros.

#### Riesgo de tipos de interés

El final del entorno de bajos tipos de interés puede ser beneficioso para las instituciones financieras, si bien durante la transición a este nuevo entorno, los tenedores de bonos están expuestos a un importante riesgo por los movimientos de los tipos de interés, al implicar una disminución de los precios de los títulos de deuda que se encuentran en los balances de las entidades financieras. En el caso de los bancos, parte de esta disminución del valor se contabiliza en los fondos propios o en las cuentas de pérdidas y ganancias, si se trata de activos que mantienen a valor de mercado. Por su parte, las aseguradoras de Vida y los fondos de pensiones de prestación definida tienen pasivos que, en su mayoría,

tienen duraciones más largas que los títulos de deuda que poseen, por lo que las subidas de tipos también alivian la carga de los pasivos al reducirse su valoración, incluso en ocasiones en mayor medida que el valor de los activos.

Las aseguradoras suelen cubrir sus posiciones de capital contra los movimientos de los tipos de interés mediante derivados sobre el riesgo de tipos de interés. Sin embargo, los grandes movimientos repentinos de los tipos de interés pueden desencadenar peticiones de efectivo (*margin calls*), como ha ocurrido recientemente en el Reino Unido, y provocar pérdidas en la posición de derivados de las aseguradoras y los fondos de pensiones de prestación definida. Sin embargo, en comparación con los fondos de pensiones de otras jurisdicciones, las entidades del Espacio Económico Europeo (EEE) que operan en los mercados de derivados están, por término medio, mucho mejor diversificadas en sus tenencias de deuda pública y no habrían tenido dificultades para atender estas peticiones, incluso en caso de movimientos tan significativos al alza y a la baja de los tipos.

En el caso de los títulos de deuda mantenidos a coste amortizado por los bancos de la UE, que representan alrededor de 1,3 billones de euros, la disminución de valor derivada de la subida de los tipos de interés no se refleja en las cuentas de resultados de los bancos. Las pérdidas potenciales no realizadas de las tenencias de bonos a coste amortizado de los bancos de la UE, calculadas como la diferencia entre el valor contable y el valor razonable de los títulos de deuda a coste amortizado, parecen contenidas. En febrero de 2023, se estiman unas pérdidas netas no realizadas agregadas de 75.000 millones de euros para los bancos de la UE. En ausencia de un déficit de liquidez, no se espera que esas pérdidas potenciales se materialicen, por lo que son, hasta cierto punto, benignas. Además, como parte de su gestión de los tipos de interés, los bancos administran activamente estas carteras, según pone de relieve el informe.

Por otro lado, se espera que unos tipos de interés altos y crecientes apoyen la rentabilidad a medio plazo tanto de los bancos como de las entidades aseguradoras. No obstante, los bancos pueden llegar a enfrentar dificultades para mantener una rentabilidad elevada, y las perspectivas a medio plazo de una rentabilidad bancaria sostenida son inciertas. Se espera que el precio de los depósitos aumente a medida que los depositantes se vuelvan más sensibles a la evolución de los tipos y pasen de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo. También podrían aumentar las pérdidas por deterioro a medida que aumente el riesgo de crédito. El aumento de los costes de financiación del mercado también podría repercutir en la base de costes de los bancos, al mismo tiempo que estos se enfrentan a un aumento de los costes a través de otros canales, como la inflación salarial, los costes necesarios para la transformación digital y el posible aumento de los costes de cumplimiento. A medio plazo, la moderación del crecimiento de los préstamos también podría mitigar el impacto de unos márgenes más amplios, así que es importante que los bancos gestionen bien su riesgo de tipos de interés.

### Riesgo de liquidez

Las recientes experiencias de algunos bancos estadounidenses de tamaño medio y del Credit Suisse confirman hasta qué punto los bancos pueden ser vulnerables a una salida rápida y repentina de depósitos. Esta situación también muestra que el control del riesgo de liquidez por parte de todas las instituciones financieras, es aún más importante ahora que el periodo de abundante liquidez está llegando a su fin. En el sector bancario, el informe pone de relieve que las posiciones de liquidez se mantienen en niveles sólidos, pero siguen disminuyendo ligeramente. El coeficiente de cobertura de liquidez (LCR) disminuyó del 167,9% en el primer trimestre de 2022 al 163,7% en el primer trimestre de 2023. El aumento de los activos líquidos de alta calidad (HQLA) se vio contrarrestado por mayores salidas netas. En un contexto de ligera disminución de los colchones de liquidez, será importante que los bancos sigan garantizando unos colchones confortables, sobre todo mientras

utilicen estos colchones de liquidez para reembolsar parcialmente los volúmenes pendientes de financiación de los bancos centrales (TLTRO-3). El RAQ (*Risk Assessment Questionnaire*) de la autoridad bancaria (EBA) indica que el uso de la liquidez actual es y será la estrategia más común de los bancos para reembolsar TLTRO-3, por delante de la emisión de bonos garantizados y del uso de financiación a corto plazo. Por otra parte, los planes de financiación de los bancos indican que estos esperan que la evolución económica y monetaria siga reduciendo en el futuro sus coeficientes de cobertura de liquidez (LCR) y de financiación estable neta (NSFR). Los acontecimientos de marzo también han puesto de manifiesto las implicaciones de la era digital en la liquidez bancaria, ya que la información, así como los depósitos, pueden moverse con gran rapidez.

Por lo que se refiere a las entidades aseguradoras, el informe pone de relieve que, si bien estas entidades no tienen depósitos que puedan experimentar una retirada masiva, el actual entorno económico podría generar incentivos para que los asegurados rescindan las pólizas, lo que podría debilitar la posición de liquidez de las aseguradoras. Según el último cuadro de mando de EIOPA, las tasas de rescate han aumentado con el tiempo (por ejemplo, en el negocio de Vida aumentaron un 0,4% interanual, hasta el 3,8%, en el cuarto trimestre de 2022). Las razones y las teorías que impulsan el aumento varían y dependen de las especificidades de cada mercado. Las caídas pueden deberse a una menor renta disponible (por la elevada inflación) de las personas con rentas más bajas, o bien a la reasignación de las inversiones hacia oportunidades a corto plazo más rentables fuera del mercado de seguros, en el caso de las personas con mayores niveles de renta. En este caso, los riesgos se ven mitigados por el hecho de que las aseguradoras disponen de grandes fondos de inversiones líquidos y de alta calificación. En el cuarto trimestre de 2022, el ratio de activos líquidos se situó en el 45,6%. Sin embargo, las aseguradoras podrían generar tensiones en otros mercados en caso de grandes ventas de activos comunes para satisfacer necesidades repentinas de liquidez.

En el caso de los fondos de inversión, en 2022 los fondos de renta fija se enfrentaron a un elevado riesgo de liquidez debido al elevado nivel de solicitudes de reembolso en algunas jurisdicciones. Sin embargo, en el primer semestre de 2023 la situación se normalizó, pero algunos fondos redujeron la liquidez de sus carteras. En concreto, los activos líquidos disminuyeron ligeramente en los fondos de bonos de alto rendimiento, mientras que la liquidez de la cartera mejoró en los fondos de bonos con grado de inversión. Ambas categorías de fondos redujeron las tenencias de efectivo del 2,8% al 1,9% en el primer semestre de 2023.

### Riesgo de crédito

Los indicadores de riesgo de crédito de las agencias de calificación crediticia para la deuda europea comenzaron a mostrar algunos signos de deterioro en el primer semestre de 2023. Esto fue especialmente relevante en el caso de los bonos soberanos por las rebajas de calificación de Francia, Hungría, República Checa y Polonia, sin que en ningún caso quedasen por debajo del grado de inversión. En el caso de los emisores corporativos, las rebajas de calificación por debajo del grado de inversión crecieron con fuerza en relación con el semestre anterior, pero se mantuvieron por debajo de las medias históricas, alcanzando el 0,1% en el caso de las empresas calificadas (frente al 0,03% en el segundo semestre de 2022) y el 0,13% (frente al 0,7%) de las calificaciones de grado de inversión de financiación estructurada. De cara al futuro, los riesgos de crédito a corto plazo siguen siendo elevados, dada la posibilidad de nuevas subidas de los tipos de interés, a medida que los costes de la inflación sigan repercutiendo y que más emisores necesiten refinanciarse.

En el caso de las aseguradoras, la calidad crediticia solo se está deteriorando ligeramente. La mediana de la calidad crediticia de las inversiones de las aseguradoras del EEE se mantiene constante en torno al grado 2 (correspondiente a una calificación de S&P entre AA y A), en medio de signos de deterioro en el extremo inferior de la distribución. En particular, el percentil 90 aumentó de 2,6 a 3,0, lo que indica una

disminución de la calidad crediticia en 2022. Los bonos de menor calidad podrían ser potencialmente un canal de transmisión del riesgo, ya que exponen a las aseguradoras a un mayor riesgo de crédito. La exposición mediana a préstamos e hipotecas se mantuvo por debajo del 0,5% durante todo el año.

En el caso de las entidades bancarias, aunque la calidad de los activos es estable por el momento, deben estar preparados para un posible deterioro. Unos tipos de interés elevados y en aumento y una inflación persistente podrían afectar negativamente a los hogares y las empresas sobreendeudados, y afectar a la capacidad de servicio de la deuda. Se espera que el riesgo de crédito se deteriore en el futuro en todos los segmentos de préstamos, aunque desde un buen punto de partida. En algunas carteras de préstamos, como las carteras inmobiliarias tanto de bienes inmuebles residenciales como de bienes inmuebles comerciales, ya se está registrando una corrección de los precios de los activos. Además, el ligero aumento de la exposición al mercado residencial en el primer trimestre de 2023 en comparación con el trimestre anterior puede plantear riesgos a la luz de la caída de los precios de los bienes inmuebles y el aumento de los tipos de interés. Otras carteras, como los préstamos al consumo, también pueden tener que hacer frente a nuevos retos. Dado que se prevé un deterioro de la calidad de los activos, siguen siendo importantes para los bancos unos niveles de provisión adecuados y unas políticas de provisión orientadas al futuro, junto con el reconocimiento oportuno de las pérdidas por préstamos con los correspondientes deterioros. Una gran parte de los bancos también cuenta con suplementos de provisiones, y no se espera un aumento importante del coste del riesgo, ya que los bancos harían uso de estos suplementos en caso de que se materializara el deterioro de la calidad de los activos.

En este contexto, el Comité Conjunto aconseja a las Autoridades Europeas de Supervisión (EBA, ESMA e EIOPA), a las autoridades nacionales competentes, a las instituciones financieras y a los participantes en el mercado que adopten las siguientes medidas:

- Debe vigilarse de cerca y tenerse en cuenta en la gestión del riesgo el impacto sobre las instituciones financieras y los participantes en el mercado de los fuertes aumentos de los tipos de interés oficiales y las potenciales subidas repentinas de las primas de riesgo. En este sentido, la subida de tipos de interés ha afectado simultáneamente a todos los sectores, reduciendo el valor de los activos de renta fija y repercutiendo negativamente en la rentabilidad de las entidades aseguradoras. En conjunto, las aseguradoras y los fondos de pensiones siguen estando bien capitalizados, pero es necesario vigilar su evolución. Por otra parte, aunque la subida de tipos está mejorando actualmente los ingresos netos por intereses y los márgenes de interés de los bancos, las implicaciones a medio plazo de un entorno de tipos de interés más altos podrían ser menos favorables. Se espera que los tipos de interés más altos y el posible aumento de las primas de riesgo incrementen aún más los costes de financiación y afecten negativamente a las condiciones de financiación en un momento en que los bancos están sustituyendo cantidades sustanciales de financiación del banco central por otras fuentes de financiación y siguen acumulando o sustituyendo la capacidad de absorción de pérdidas. También debe seguir vigilándose de cerca el uso de contratos de derivados sobre tipos de interés, aunque los riesgos potenciales se ven moderados por los crecientes niveles de compensación central. Aunque las infraestructuras de mercado resistieron bien los recientes picos de volatilidad, la incierta situación económica y geopolítica podría ponerlas a prueba y afectar a la financiación y la emisión de valores, como se ha visto recientemente durante las turbulencias bancarias.
- Las instituciones financieras y los supervisores deben vigilar de cerca la calidad de los activos y las provisiones para insolvencias y estar preparados para un deterioro de la calidad de los activos del sector financiero, en un contexto de elevada incertidumbre macroeconómica, riesgo de recesión, inflación persistente, volatilidad de los precios de la energía y las materias primas, y potenciales subidas de los tipos de interés. Unos tipos de interés más altos y unas primas de riesgo potencialmente más elevadas, afectan aún más a la capacidad de los

prestatarios con altos niveles de endeudamiento de hacer frente al servicio de su deuda, lo que se suma a los efectos adversos sobre su negocio de la inflación y la atonía del entorno económico. Los activos más afectados serían los préstamos inmobiliarios, los préstamos sin garantía a consumidores, los activos que se beneficiaron de medidas de apoyo relacionadas con la pandemia y los activos de sectores especialmente vulnerables al aumento de la inflación, así como a la volatilidad de los precios de la energía y las materias primas.

- Los recientes problemas bancarios en Estados Unidos y Suiza ponen de relieve la importancia de contar con mecanismos eficaces de gestión de riesgos y gobernanza de las entidades financieras, en particular en relación con el riesgo de liquidez y el riesgo de tipos de interés, después de que la crisis del coronavirus pusiera de manifiesto la importancia de unos colchones de capital adecuados.
- Las instituciones financieras y los supervisores deben ser conscientes del impacto del riesgo de inflación y vigilarlo de cerca. La inflación no solo repercute en las entidades financieras por sus efectos en la calidad y valoración de los activos, sino también a través del aumento de los gastos y de los costes de financiación. Dependiendo de su capacidad para ajustar sus primas en el momento oportuno, las aseguradoras podrían verse afectadas negativamente por la inflación de los siniestros (en particular las que tienen negocios de cola larga). Además, la inflación no solo es relevante desde el punto de vista del riesgo, sino que también puede repercutir en la idoneidad de los productos.

### Impacto de la inflación en el sector asegurador

En relación con este último punto, EIOPA publicó el pasado 5 de octubre un informe específico sobre el impacto de la inflación en el sector asegurador<sup>4</sup>, considerando los efectos que una inflación y unos tipos de interés superiores a los previstos han tenido hasta ahora en el sector

asegurador, y analizando los posibles riesgos y vulnerabilidades futuros. El informe pone de relieve que, en el último año, el valor de los activos de las entidades aseguradoras europeas sobre los pasivos ha tendido a la baja, si bien siguieron bien capitalizadas. En cuanto a las provisiones técnicas, la inflación ha afectado negativamente a las aseguradoras de No Vida, al aumentar el coste de los siniestros y los gastos. Aunque las aseguradoras de Vida han estado menos expuestas debido a la naturaleza nominal de sus pasivos, podrían tener que hacer frente a mayores tasas de rescate a medida que la inflación debilite la capacidad de ahorro de los hogares.

Una cuestión crucial para las aseguradoras en el futuro es hasta qué punto el efecto positivo de unos tipos de interés más altos compensará el efecto negativo de una mayor inflación. El análisis de sensibilidad de EIOPA apunta a resultados netos positivos para las empresas con pasivos a largo plazo y brechas de duración negativas, como las aseguradoras de Vida. Sin embargo, la erosión del valor real de los capitales asegurados y los tipos de interés más elevados podrían provocar un aumento de las tasas de rescate. Por otro lado, a corto plazo, la inflación de los siniestros y los gastos afecta negativamente a la rentabilidad de las entidades aseguradoras de No Vida, lo que exige un aumento de las reservas técnicas y ajustes graduales de las primas.

Por el contrario, las aseguradoras de Vida están menos expuestas a la inflación de los siniestros a corto plazo, pero se enfrentan a una reducción de los beneficios debido al aumento de los gastos operativos. De cara al futuro, la rentabilidad del negocio de Vida podría beneficiarse de la reinversión con rendimientos más altos, pero las aseguradoras podrían enfrentarse a retos competitivos más adelante. Como la repercusión de los tipos de interés más altos a los asegurados solo se produce gradualmente, los consumidores podrían verse tentados a considerar productos de ahorro alternativos con mayores rendimientos. Este cambio en el comportamiento de los consumidores podría dar lugar a una

reducción de las nuevas operaciones, así como a un aumento de las tasas de rescate.

Por último, en el panorama económico actual, EIOPA estima que las posiciones de liquidez de las aseguradoras pueden verse sometidas a tensiones a medida que las subidas de los tipos de interés disminuyen el valor de los activos líquidos. El aumento de los costes de los siniestros, el rescate o el vencimiento de las pólizas y las posibles *margin calls* de los derivados representan fuentes adicionales de riesgo de liquidez, si bien las proyecciones indican que las entidades aseguradoras disponen de suficientes activos líquidos para hacer frente a estas peticiones.

## 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)
<b>Estados Unidos</b>	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,3	0,6	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,2	0,1
<b>Eurozona</b>	1,6	-6,3	5,6	3,4	0,5	0,7	1,6	-6,3	5,6	3,4	0,5	0,5
Alemania	1,1	-4,2	3,1	1,9	-0,5	0,3	1,1	-4,2	3,1	1,9	-0,6	0,0
Francia	1,9	-7,7	6,4	2,5	0,9	0,7	1,9	-7,7	6,4	2,5	0,8	0,5
Italia	0,5	-9,0	8,3	3,9	0,6	0,4	0,5	-9,0	8,3	3,9	0,6	0,0
España	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,5	1,3	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,4	1,0
<b>Reino Unido</b>	1,6	-10,4	8,7	4,3	0,5	0,3	1,6	-10,4	8,7	4,3	0,4	0,0
<b>Japón</b>	-0,4	-4,3	2,3	1,0	1,6	1,1	-0,4	-4,3	2,3	1,0	1,5	0,8
<b>Mercados emergentes</b>	3,6	-1,8	6,9	4,1	4,3	3,7	3,6	-1,8	6,9	4,1	4,3	3,4
<b>América Latina</b>	0,2	-7,0	7,4	4,1	1,9	1,6	0,2	-7,0	7,4	4,1	1,8	1,1
México	-0,3	-8,8	6,1	3,9	2,9	1,8	-0,3	-8,8	6,1	3,9	2,9	1,3
Brasil	1,2	-3,6	5,3	3,0	3,1	1,5	1,2	-3,6	5,3	3,0	3,0	1,0
Argentina	-2,0	-9,9	10,7	5,0	-2,2	0,2	-2,0	-9,9	10,7	5,0	-2,5	-0,4
Colombia	3,2	-7,3	11,0	7,3	1,0	1,9	3,2	-7,3	11,0	7,3	0,9	1,7
Chile	0,7	-6,4	11,9	2,5	-0,4	1,9	0,7	-6,4	11,9	2,5	-0,7	1,6
Perú	2,3	-11,0	13,4	2,7	1,1	2,9	2,3	-11,0	13,4	2,7	0,8	2,9
<b>Emergentes europeos<sup>1</sup></b>	2,5	-1,6	7,3	0,8	2,4	2,2	2,5	-1,6	7,3	0,8	2,3	2,0
<b>Turquía</b>	0,8	1,9	11,4	5,5	3,7	2,0	0,8	1,9	11,4	5,5	3,6	1,4
<b>Asia Pacífico</b>	5,2	-0,5	7,5	4,5	5,1	4,4	5,2	-0,5	7,5	4,5	5,1	4,3
China	6,0	2,2	8,5	3,0	5,1	4,4	6,0	2,2	8,5	3,0	5,1	4,2
Indonesia	5,0	-2,1	3,7	5,3	5,1	4,8	5,0	-2,1	3,7	5,3	5,1	4,3
Filipinas	6,1	-9,5	5,7	7,6	5,1	4,9	6,1	-9,5	5,7	7,6	5,0	4,6
<b>Mundo</b>	2,8	-2,8	6,3	3,5	2,9	2,2	2,8	-2,8	6,3	3,5	2,8	1,8

Fuente: MAPFRE Economics

<sup>1</sup>Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 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	5,6	2,5
Alemania	1,4	0,5	3,1	6,9	6,0	2,0
Francia	1,1	0,5	1,6	5,2	5,8	2,6
Italia	0,6	-0,1	1,9	8,2	6,0	2,9
España	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,5	2,5
Reino Unido	1,8	0,9	2,6	9,1	7,4	3,4
Japón	0,5	0,0	-0,2	2,5	3,0	2,1
Mercados emergentes	5,1	5,2	5,9	9,8	8,6	9,4
América Latina	7,6	6,4	9,8	14,0	21,2	21,8
México	3,6	3,4	5,7	7,9	5,6	4,1
Brasil	3,7	3,2	8,3	9,3	4,7	4,3
Argentina	53,5	42,0	48,4	72,4	132,0	157,0
Colombia	3,5	2,5	3,5	10,2	11,8	5,6
Chile	2,3	3,0	4,5	11,6	7,7	3,3
Perú	2,1	1,8	4,0	7,9	6,6	3,8
Emergentes europeos <sup>1</sup>	6,7	5,4	9,6	27,9	18,9	19,9
Turquía	15,2	12,3	19,6	72,3	50,9	51,6
Asia Pacífico	3,3	3,2	2,2	3,8	1,0	2,0
China	2,9	2,5	0,9	2,0	0,5	1,9
Indonesia	2,8	2,0	1,6	4,2	3,7	2,4
Filipinas	2,4	2,4	3,9	5,8	5,9	3,2
Mundo	3,5	3,2	4,7	8,7	6,6	6,1

	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	5,7	3,0
Alemania	1,4	0,5	3,1	6,9	6,1	2,5
Francia	1,1	0,5	1,6	5,2	5,9	2,8
Italia	0,6	-0,1	1,9	8,2	6,1	3,6
España	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,7	2,8
Reino Unido	1,8	0,9	2,6	9,1	7,5	4,0
Japón	0,5	0,0	-0,2	2,5	3,1	2,4
Mercados emergentes	5,1	5,2	5,9	9,8	8,8	10,5
América Latina	7,6	6,4	9,8	14,0	21,8	22,2
México	3,6	3,4	5,7	7,9	5,9	4,2
Brasil	3,7	3,2	8,3	9,3	4,7	4,5
Argentina	53,5	42,0	48,4	72,4	136,0	159,0
Colombia	3,5	2,5	3,5	10,2	11,9	5,8
Chile	2,3	3,0	4,5	11,6	7,8	3,5
Perú	2,1	1,8	4,0	7,9	6,7	3,9
Emergentes europeos <sup>1</sup>	6,7	5,4	9,6	27,9	19,7	20,8
Turquía	15,2	12,3	19,6	72,3	51,3	63,1
Asia Pacífico	3,3	3,2	2,2	3,8	1,0	2,4
China	2,9	2,5	0,9	2,0	0,5	2,3
Indonesia	2,8	2,0	1,6	4,2	3,7	2,7
Filipinas	2,4	2,4	3,9	5,8	6,0	3,8
Mundo	3,5	3,2	4,7	8,7	6,8	6,8

Fuente: MAPFRE Economics

<sup>1</sup>Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 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	4,65	4,07
Eurozona	0,32	-0,19	0,32	3,39	3,95	3,51

Escenario Estresado (EE)					
2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
1,92	0,93	1,52	3,88	4,65	5,08
0,32	-0,19	0,32	3,39	3,95	4,54

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 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	0,95	0,93
EUR-USD	1,12	1,23	1,13	1,07	1,05	1,07
GBP-USD	1,32	1,36	1,35	1,20	1,22	1,24
USD-JPY	109,12	103,54	115,00	132,65	151,53	138,61
USD-CNY	6,99	6,52	6,35	6,90	7,30	7,10

Escenario Estresado (EE)					
2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
0,89	0,81	0,88	0,94	0,95	0,93
1,12	1,23	1,13	1,07	1,05	1,07
1,32	1,36	1,35	1,20	1,22	1,24
109,12	103,54	115,00	132,65	151,60	138,58
6,99	6,52	6,35	6,90	7,30	7,10

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 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	4,50
Eurozona	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,00
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	4,75
0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25
3,25	3,00	3,00	2,75	2,50	2,75

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 30 octubre 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	Economías seleccionadas: ingresos y ahorro . . . . .	12
Gráfica 1.1.1-b	Estados Unidos: curva de Phillips . . . . .	13
Gráfica 1.1.1-c	Estados Unidos: curva de Beveridge . . . . .	13
Gráfica 1.1.1-d	Regiones económicas: déficits . . . . .	14
Gráfica 1.1.1-e	Global: inflación global vs mercados emergentes . . . . .	14
Gráfica 1.1.1-f	Economías seleccionadas: inflación subyacente . . . . .	14
Gráfica 1.1.1-g	Global: índice de precios de materias primas . . . . .	15
Gráfica 1.1.1-h	Global: precios del petróleo . . . . .	15
Gráfica 1.1.1-i	Estados Unidos: tipos de interés esperados . . . . .	22
Gráfica 1.1.1-j	Estados Unidos: indicadores de crédito . . . . .	22
Gráfica 1.1.1-k	Estados Unidos: ciclos de inflación . . . . .	22
Gráfica 1.1.2-a	Global: perspectivas de crecimiento e inflación y contribución por regiones . . . . .	23
Gráfica 1.1.2-b	Mercados desarrollados: PMIs . . . . .	24
Gráfica 1.1.2-c	Mercados emergentes: PMIs . . . . .	24
Gráfica 1.1.2-d	Estados Unidos: pérdidas no realizadas en instituciones bancarias . . . . .	25
Gráfica 1.1.2-e	Economías seleccionadas: probabilidades de recesión . . . . .	25
Gráfica 1.1.2-f	Economías seleccionadas: PMIs manufactureros . . . . .	26
Gráfica 1.1.4	Balance de riesgos a corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales . . . . .	35
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	39
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	39
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	41
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	41
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	44

Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	44
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	46
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	46
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	48
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	48
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	50
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	50
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	52
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	52
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	54
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	54
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	56
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	56
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	58
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	58
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	60
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	60
Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	62
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	62
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	64
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	64
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	66
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	66
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	69
Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	72
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	73
Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	74
Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	74
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	76
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	76
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	77

## Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos . . . . .	39
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos . . . . .	41
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos . . . . .	44
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos . . . . .	46
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	48
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos . . . . .	50
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos . . . . .	52
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos . . . . .	54
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos . . . . .	56
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos . . . . .	58
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos . . . . .	60
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos . . . . .	62
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	64
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos . . . . .	66
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto . . . . .	83
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación . . . . .	84
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años . . . . .	85
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio . . . . .	85
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia . . . . .	85

## Recuadros

Recuadro 1.1.1	Actualización de política monetaria . . . . .	16
Recuadro 1.1.3-a	Volatilidad cambiaria emergente . . . . .	28
Recuadro 1.1.3-b	Análisis de vulnerabilidad emergente: evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI) . . . . .	32



## Referencias

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

2/ La Gráfica 2.1.2 y subsecuentes pueden visualizarse para otros meses y divisas en las gráficas interactivos que se incluyen en el siguiente enlace: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>

3/ Véase: <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-09/Joint%20Committee%20Report%20on%20risks%20and%20vulnerabilities%20in%20the%20EU%20financial%20system%20-%20Autumn%202023.pdf>

4/ Véase: <https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2023-10/Report%20on%20the%20impact%20of%20inflation%20on%20the%20insurance%20sector.pdf>



## Otros informes de MAPFRE Economics

MAPFRE Economics (2023), *GIP-MAPFRE 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), *El mercado asegurador latinoamericano en 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), *El mercado español de seguros en 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

MAPFRE Economics (2023), *Ahorro global 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), *Sistemas de pensiones en perspectiva global*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

# CENTRO DE DOCUMENTACIÓN

Todas nuestras publicaciones a tu alcance

Acceso gratuito a nuestro fondo documental especializado en:

- Seguros
- Gerencia de riesgos
- Prevención



Fundación **MAPFRE**

Centro de Documentación

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



## **AVISO**

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

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

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

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



Fundación  
**MAPFRE**

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid

# Fundación **MAPFRE**

---

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid