



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2022:
PERSPECTIVAS HACIA
EL CUARTO TRIMESTRE

MAPFRE Economics

**Panorama económico
y sectorial 2022:
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 (2022), *Panorama económico y sectorial 2022:
perspectivas hacia el cuarto trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

MAPFRE Economics - mapfre.economics@mapfre.com

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

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

© De esta edición:

2022, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Octubre, 2022.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jroja1@mapfre.com

Giovani di Placido Montilla

Sofía Gil Sánchez

Mariano Borda Reyna

Fernando Rodríguez Sanz

Belén Sobrino Lacoba

Contenido

Resumen ejecutivo	9
1. Panorama económico	
1.1 El panorama económico global	11
1.1.1 Visualizando el aterrizaje de la economía global	11
1.1.2 El viento cruzado persiste	12
1.1.3 Dinámicas regionales	22
1.1.4 Escenarios y previsiones	31
1.1.5 Balance de riesgos	33
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	36
1.2.1 Estados Unidos	36
1.2.2 Eurozona	39
1.2.3 España	41
1.2.4 Alemania	43
1.2.5 Italia	45
1.2.6 Reino Unido	47
1.2.7 Japón	49
1.2.8 Turquía	51
1.2.9 México	53
1.2.10 Brasil	55
1.2.11 Argentina	57
1.2.12 China	59
1.2.13 Indonesia	61
1.2.14 Filipinas	63

2. Panorama sectorial	
2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora	65
2.1.1 Mercados globales	65
2.1.2 Eurozona	65
2.1.3 Alemania	67
2.1.4 Italia	67
2.1.5 España	67
2.1.6 Reino Unido	68
2.1.7 Estados Unidos	69
2.1.8 Brasil	70
2.1.9 México	71
2.1.10 Argentina	72
2.1.11 Turquía	72
2.1.12 China	73
2.1.13 Japón	74
2.1.14 Filipinas	74
2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión ...	75

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas	79
--	----

Índice de gráficas, tablas y recuadros	83
---	----

Referencias	87
--------------------------	----

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2022: perspectivas hacia el cuarto trimestre

Panorama económico

El crecimiento de la actividad económica a nivel mundial se encuentra en una fase de agotamiento, acompañado de unas condiciones financieras más estrictas, así como de una inflación de carácter más arraigado y persistente. En este contexto, nos encontramos con unas *cadena de suministro* que, aunque presentan un alivio generalizado, lastran el desgaste acumulado en ciertos eslabones durante los cuellos de botella; una *reorganización geopolítica* con procesos de reestructuración en marcha que podrían prolongarse en el tiempo debido, entre otros factores, a las tensiones que permanecen por el conflicto entre Rusia y Ucrania, en el terreno asiático por la presión política que se va acumulando en torno a Taiwán, con China fortaleciendo sus pretensiones de reunificación y oponiéndose a los nuevos controles de exportación de chips establecidos por Estados Unidos; una *política monetaria* de cuya implementación comienzan a surgir las primeras consecuencias en los mercados (volatilidad, falta de liquidez y corrección de valoraciones); una *política fiscal* con la necesidad de un nuevo enfoque, dado que la capacidad de acceso a la financiación se afronta sin el paraguas de los bancos centrales y donde el espacio fiscal se

agota. Por todo ello, se revelan posibles cambios a nivel mundial donde la tendencia hacia un mundo multipolar podría acelerarse, apuntalando la dinámica de declive de la globalización.

De esta forma, se prevé que, aunque a un ritmo menor, la economía mundial continúe creciendo a lo largo del próximo año alcanzando un 2,7%, frente al 3,2% que se tiene estimado crecerá en 2022. En términos de precios, se espera que persista el registro de altas tasas de inflación, llegando finalmente a cierta simetría en su reversión hacia niveles promedio del 6,5% en 2023, frente al 8,8% que se estima para 2022. De forma general, se observa una Eurozona en donde el condicionante energético seguirá lastrando a la industria, y el peligro de una política fiscal desorganizada y asimétrica será un riesgo a tener en cuenta. En Estados Unidos, por su parte, se prevé un cierre anual en positivo, a pesar de algún trimestre con registros negativos. En China, se verá reducido el desempeño económico esperado, en tanto que Asia (ex-Japón) mantendrá unas expectativas positivas, y los países de América Latina y otros emergentes mostrarán un crecimiento débil, pero positivo, con asimetrías cada vez más amplias en función de las vulnerabilidades que persistan o se ahonden en cada caso.

En este contexto, en el *escenario base* contemplado en este informe, la previsión de crecimiento del PIB global durante el 2022 y 2023 será del 3,2% y 2,7%, respectivamente, manteniendo la visión de informes

anteriores de un escenario a corto y medio plazo de estancamiento global con incursiones limitadas de algunos países en la recesión, pero sin llegar a un empeoramiento global. En contraposición, el *escenario estresado* (de naturaleza alternativa y más pesimista) presenta una recesión global sin espacio fiscal suficiente para resolverlo, previéndose un crecimiento económico global del 3,0% y 2,0% para 2022 y 2023, respectivamente.

Panorama sectorial

El endurecimiento de la política monetaria en las principales economías desarrolladas y en buena parte de las emergentes, está provocando fuertes ajustes en los mercados financieros, y sus efectos empiezan a trasladarse con más fuerza a la economía real bajo la forma de menores crecimientos, aunque los mercados laborales continúan fuertes. De momento, las políticas monetarias restrictivas no están consiguiendo revertir el proceso de pérdida de poder adquisitivo y la inflación continúa alta, por lo que el escenario de una política monetaria agresiva en los próximos meses y de entrada en recesión en las principales economías mundiales es cada vez más probable, lo que repercutirá de forma negativa en los mercados aseguradores, que enfrentan un panorama complejo.

La incertidumbre generada por la guerra en Ucrania y la tensión en los precios de la energía continúan afectando de forma acusada a Europa, con una inflación que no deja de marcar máximos históricos en la zona euro, lo que afecta al desarrollo del negocio del sector asegurador cuyos crecimientos en primas no son capaces de batir a la elevada inflación, poniendo presión sobre los precios de los seguros y erosionando su rentabilidad. El sector del automóvil comienza a superar los problemas de escasez de semiconductores y de suministros que estaba lastrando las matriculaciones, pero se enfrenta ahora al endurecimiento de las condiciones para la financiación de la adquisición de nuevos vehículos, situación que puede seguir ralentizando el negocio de los seguros de autos, que no termina de dar síntomas claros de recuperación.

En el lado positivo, mejora el entorno para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales con garantías de tipos de interés y para los seguros de salud, con una mayor concienciación por parte de los hogares y empresas de la necesidad de complementar la cobertura que ofrecen los sistemas sanitarios públicos. Por otro lado, los principales mercados de valores a nivel mundial han sufrido una fuerte contracción desde principios de año y un repunte en su volatilidad. Esta situación, junto con una posible entrada en recesión en un entorno de endurecimiento de la política monetaria, complica el panorama para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que deberán adaptarse a un nuevo entorno de menor liquidez y caídas en los mercados financieros, una renta fija que ofrece mayores tipos de interés y primas de riesgo más alineadas al riesgo de crédito de las emisiones (que se está incrementando).

En los mercados emergentes, particularmente en América Latina, se han revisado las estimaciones de crecimiento para algunas de sus principales economías al alza para este año y a la baja en 2023, cuyas previsiones siguen apuntando a una importante desaceleración motivada por el endurecimiento de las condiciones de financiación y por la pérdida de poder adquisitivo de los hogares a consecuencia de la alta inflación. Tal es el caso de países como Brasil o México, en los que el mejor comportamiento económico en 2022 se está reflejando en sus respectivos mercados aseguradores, especialmente en el negocio de No Vida, con crecimientos significativos en el primer semestre del año y una recuperación destacable de todas las líneas de negocio algunas de ellas batiendo a la alta inflación. Sin embargo, el panorama del sector asegurador para el próximo año se complica a consecuencia de la ralentización económica, en un entorno con unas condiciones de financiación endurecidas por los altos niveles de los tipos de interés que podrían lastrar el crecimiento, particularmente del mercado de los seguros de No Vida.

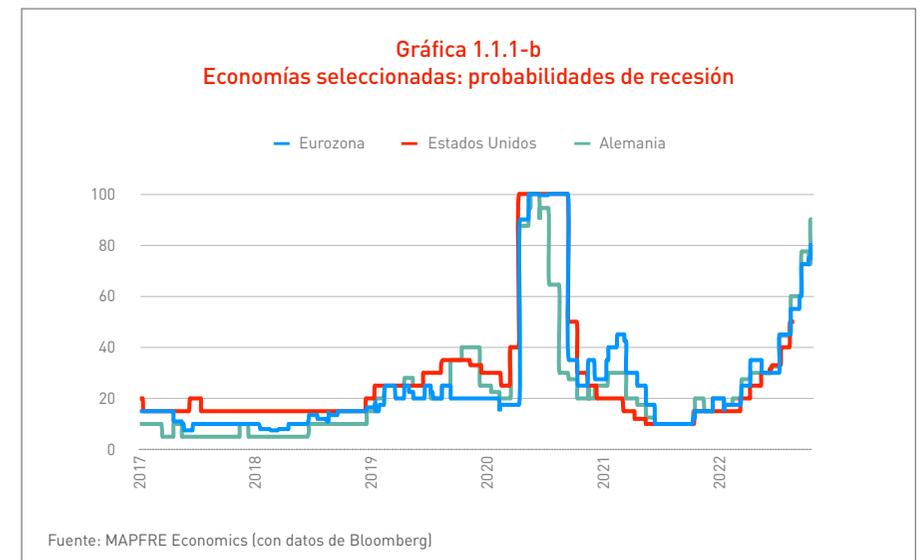
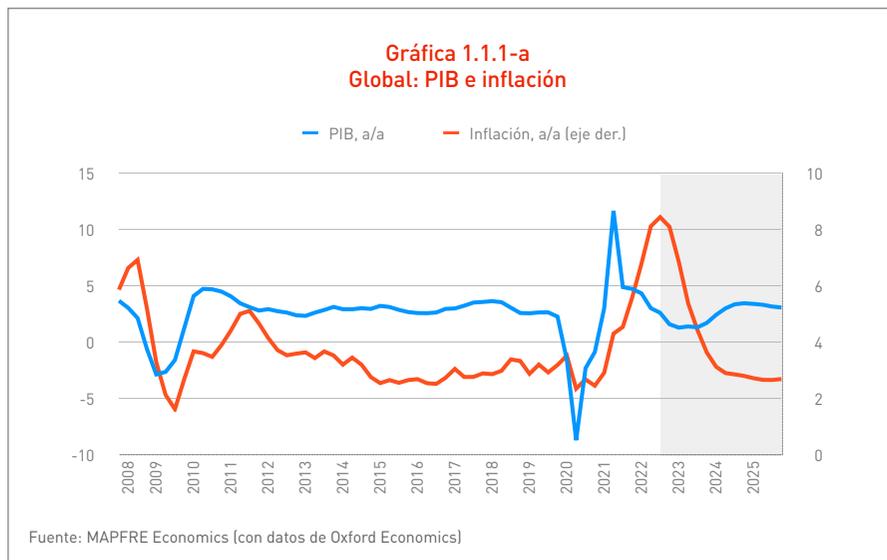
1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

1.1.1 Visualizando el aterrizaje de la economía global

Una vez superado el relativamente normalizado periodo estival, y a medida que la economía global se aproxima a la recta final de 2022, los eventos y desarrollos que han venido marcando la senda del vuelo a lo

largo del año continúan deteriorando las perspectivas de un “aterrizaje suave”. Por el lado de los niveles de actividad, la economía global sigue adentrándose en una fase de agotamiento del crecimiento, al tiempo que se adecua a unas condiciones financieras más estrictas, en línea con una inflación de carácter más arraigado y persistente. Las cadenas de suministro, a pesar de contar con un relativo alivio, lastran aún el desgaste acumulado en ciertos eslabones durante la reorganización geopolítica en marcha, marcando la continuación de un proceso de



reestructuración que todavía podría prolongarse. Profundizando en el determinante geopolítico, una vez desvanecidas las esperanzas de un conflicto de corta duración en Ucrania, el catalizador positivo pasa por un escenario en el que el número de actores implicados no aumente y que el contexto actual no escale hacia una línea de mayor belicismo.

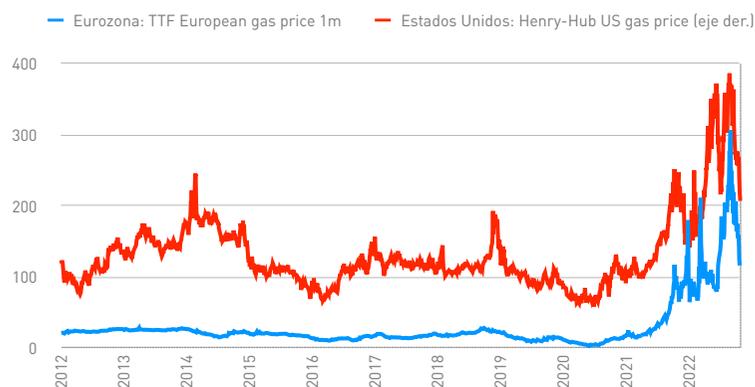
Con todo esto, se espera que la economía global continúe avanzando positivamente a lo largo del próximo año, aunque a un menor ritmo (2,7% en el escenario base y 2,0% en el escenario estresado), lastrada por un desempeño por debajo del potencial en la mayoría de países desarrollados, algunos de los cuales podrían experimentar una recesión, *a priori* leve o con un "aterrizaje difícil", así como una contribución limitada y asimétrica de los mercados emergentes, con especial mención de China cuyo papel como amortiguador se diluye debido a dinámicas internas con riesgo a la baja. En términos de precios, se espera que continúen registrándose elevadas tasas de inflación, aunque el máximo debería de

alcanzarse a principios de 2023 y dar lugar a cierta simetría en su reversión hacia niveles promedio del 8,8% en 2022 y 6,5% en 2023, frente a 7,4% y 4,8%, respectivamente, consideradas en nuestro informe anterior¹ (véanse las Gráficas 1.1.1-a y 1.1.1-b, así como las Tablas A-1 a A-5 en el apéndice de este informe).

1.1.2 El viento cruzado persiste

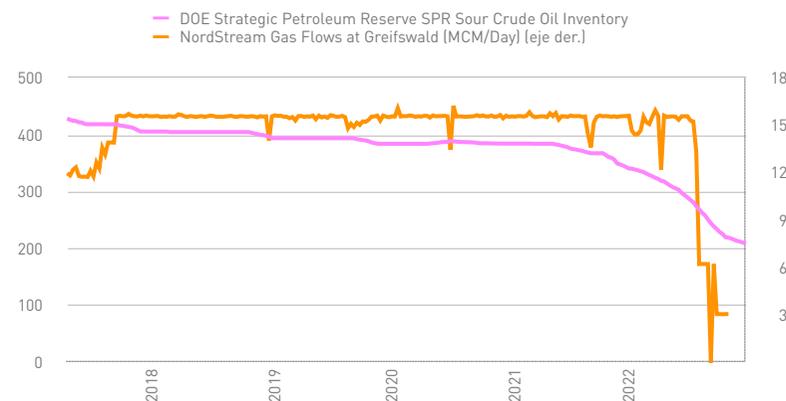
El principal factor de riesgo para la economía global continúa siendo el panorama geopolítico. Las tensiones siguen avanzando con el anuncio de la anexión de partes del territorio de Ucrania por parte de Rusia y el rechazo a este evento por parte del bloque de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN). Asimismo, el flujo constante de material militar sigue escalando tanto el conflicto armado como la narrativa bélica, los sabotajes en los oleoductos Nord Stream 1 y 2 que, si bien suprimen las opciones de amenaza de cortes de suministro a medio plazo, agudizan

Gráfica 1.1.2-a
Estados Unidos y Eurozona: precios del gas



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

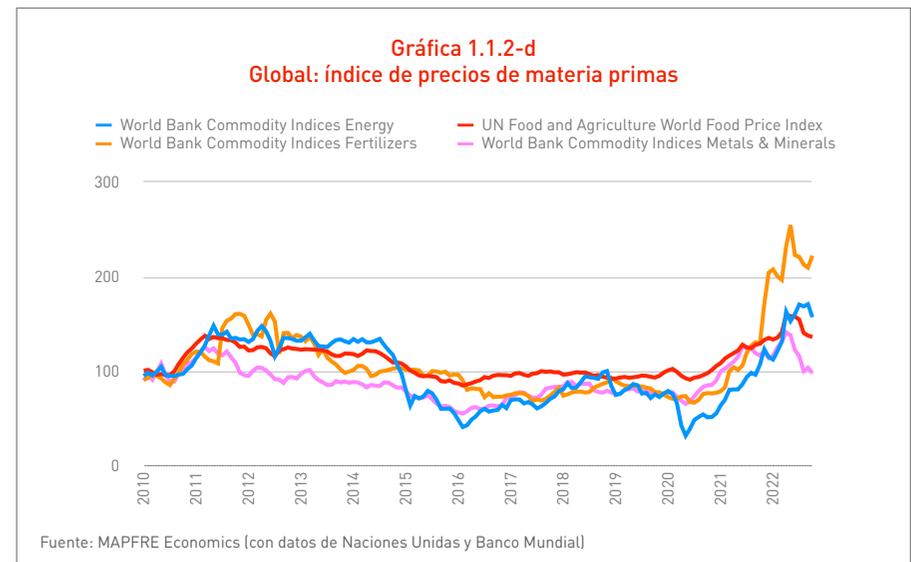
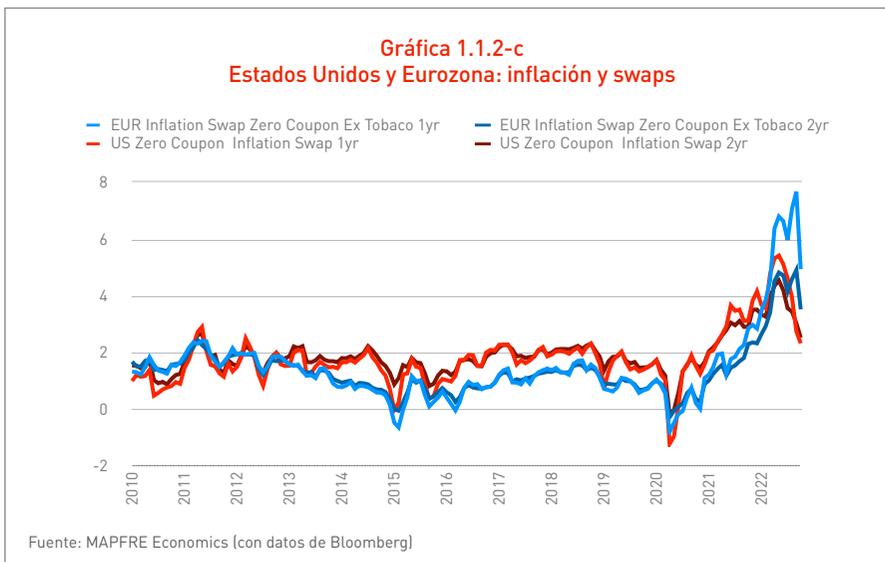
Gráfica 1.1.2-b
Alemania y Estados Unidos: reservas de petróleo y flujos de gas

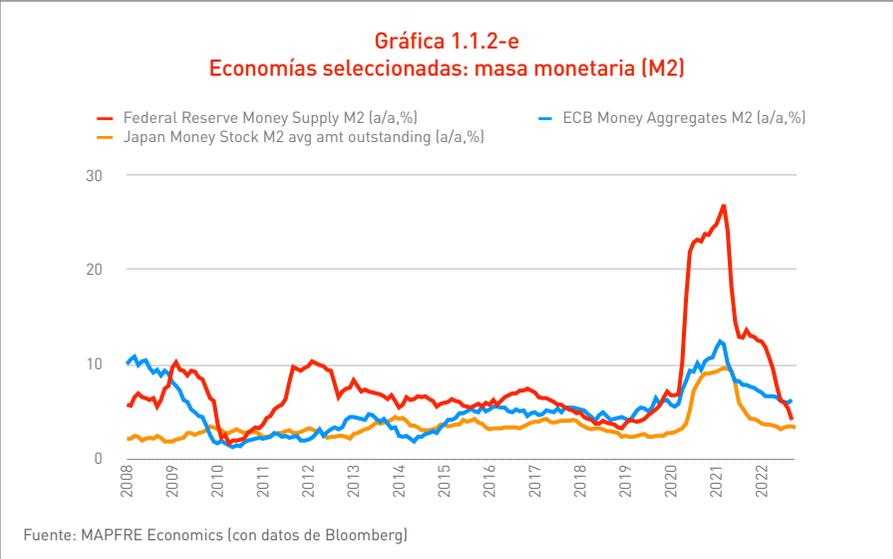


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y Haver)

la inseguridad energética a corto plazo, principalmente en Europa dado su déficit energético estructural (véanse las Gráficas 1.1.2-a y 1.1.1-b). Al mismo tiempo, la última decisión de la OPEC+ en el sentido de reducir la producción de petróleo en 2 millones de barriles diarios, ha generado un rebalanceo en los precios (afectados por una menor demanda y una desaceleración del crecimiento, así como por una mayor presión por el lado de la oferta), afectando con ello los intereses de Estados Unidos que continúa liberando sus reservas estratégicas de petróleo. En Asia, por su parte, se ha elevado la tensión entre las dos Coreas y se acumula presión política en torno a Taiwán, con el presidente chino, Xi Jinping, reforzando sus pretensiones de reunificación en el último congreso del partido y actuando en contra de la mentalidad de guerra fría de Estados Unidos, al desaprobar los nuevos controles a la exportación de chips por parte de la administración del presidente J. Biden. En suma, esta revisión de relaciones entre bloques, junto con el deterioro del orden internacional, presagian que la tendencia hacia un mundo multipolar se acelera, apuntalando la dinámica de declive de la globalización.

La inflación, salvo la materialización de un “aterrizaje fuerte” que se recoge en nuestro escenario estresado, se espera siga siendo elevada al menos hasta 2023, aunque con una tendencia a la baja a lo largo de ese año (véanse las Gráficas 1.1.2-c y 1.1.2-d). Los catalizadores de este proceso, más allá del efecto base, serían la confianza del consumidor que continúa presionada por la pérdida de poder adquisitivo, el retroceso de las materias primas que debería reflejarse en los índices de precios generales, las cadenas de suministro mejorando la congestión anterior, y el efecto de una política monetaria restrictiva iniciada meses atrás que comenzaría a afectar al empleo en los próximos meses. Los riesgos de cola para la inflación continúan siendo: nuevas disrupciones en los mercados energéticos, una política fiscal acíclica generalizada que contrarreste los efectos monetarios restrictivos, y los potenciales efectos de segunda ronda para compensar la pérdida real acumulada; efecto este último que ha comenzado a extenderse desde Estados Unidos hacia la Eurozona, y que se manifiesta en los sectores metalúrgicos y de transportes en Alemania y Francia, en el sector público de España y en ciertas industrias en Italia.





La política monetaria, que se ha balanceado de la inacción de 2021 a la sobrerreacción de 2022, comienza a mostrar las primeras consecuencias en los mercados financieros (volatilidad, falta de liquidez y corrección de valoraciones). Sin embargo, la economía real, y más concretamente la variable del empleo, aún presentará un rezago hasta verse afectada de forma negativa. Los mercados emergentes, al haber sido los primeros en iniciar la restricción monetaria, podrían ser los primeros también en comenzar a relajar estas políticas (materias primas recogiendo con caídas el nuevo escenario de demanda global), de la misma forma que fueron los primeros en adentrarse en el ciclo de ajuste. Los principales riesgos continúan siendo el factor de precios (ya que una persistencia en la inflación alimentaría un endurecimiento excesivo y prolongado en la política monetaria con su consecuente impacto en el crecimiento) y las presiones de un dólar fuerte que implicarían un desarrollo ligado al ciclo monetario estadounidense (véanse las Gráficas 1.1.2-e y 1.1.2-f, así como el Recuadro 1.1.2).

Por otra parte, la política fiscal, desacompañada frente a su homóloga monetaria, necesita de una calibración hacia decisiones cada vez más selectivas, a medida que el espacio fiscal se agota y la capacidad de acceso a la financiación se afronta sin el paraguas de los bancos centrales. Destacan en este sentido, el episodio de *risk off* acontecido en Reino Unido, tras los planes de expansión fiscal de la ex primera ministra, Elizabeth Truss. A ello se suma la menor liquidez del mercado producida por la dinámica de drenaje del Banco de Inglaterra, en espera de que las líneas de liquidez sean limitadas en el tiempo en relación con los productos LDI (*Liability Driven Investments*, Inversiones Orientadas por el Pasivo) en los fondos de pensiones, con lo que las reacciones ante una senda de desequilibrio en las cuentas públicas se exageran notablemente. En la Eurozona, el riesgo de financiación de déficits a tipos de interés menos ventajosos continúa bajo el paraguas del mecanismo antifragmentación del Banco Central Europeo (BCE). No obstante, el riesgo se posiciona a la baja dado el desafiante deterioro macroeconómico, un retraso hacia la estabilidad presupuestaria por la

Recuadro 1.1.2
Actualización de política monetaria

Banco Central Europeo

En su reunión del 8 de septiembre, el Banco Central Europeo (BCE) continuó con la senda de normalización monetaria iniciada en el periodo estival, al elevar los tipos de interés de referencia en 75 puntos básicos (pbs), situando en ese momento el rango en el 1,25% para las operaciones principales de financiación y el 0,75% en la facilidad de depósito. La señalización reforzó las perspectivas de aumentos consecutivos como mínimo hasta alcanzar el tipo de interés neutral, aunque sin cuantificación de este.

Respecto al programa de compras de activos, en esa reunión no ofreció mayores detalles más allá de su compromiso verbal, remitiéndose al plan propuesto en junio, último mes de compra neta de bonos a través del Programa de Compra de Activos (APP), al tiempo que mantuvo la intención de continuar reinvertiendo, en su totalidad, los pagos de capital de los valores que vencen adquiridos bajo el APP al menos hasta finales de 2024, así como flexibilizar las reinversiones del Programa de Compras de Emergencia por la Pandemia (PEPP). En cuanto a las operaciones de financiación de largo plazo (TLTRO), en su tercer formato, en dicha reunión se mantuvieron sin novedades, bajo estudio y según calendario.

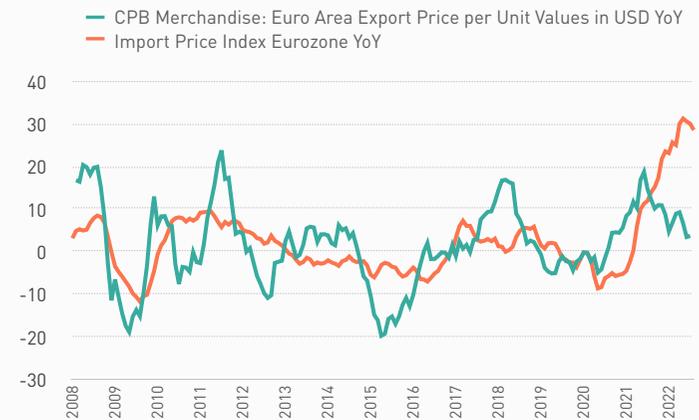
En el plano macroeconómico, las proyecciones del BCE en esa reunión volvieron a moderar las perspectivas de crecimiento con estimaciones para 2022 del 3,1% (desde el 2,8% anterior), un 0,9 % en 2023 y un 1,9 % en 2024 (frente a 2,1% en junio). En el caso de la inflación, se esperaba que fuera más elevada en 2022, con tasas del 8,1% (desde el 6,8%) y perdurable en 2023-2024 que permanecerían por encima del objetivo con un 5,5% y 2,3% respectivamente, frente al 3,5% y 2,1% anteriores. En este sentido, y a diferencia de las reuniones previas, en su escenario base valoraban que “la economía se estanque más adelante en el año y en el primer trimestre de

2023”, al tiempo que el escenario estresado, condicionado por los eventos geopolíticos y energéticos, implicaría una recesión, tal como se anticipaba en nuestros anteriores informes.

Valoración

La reunión del BCE de septiembre había estado marcada por las preocupaciones, no menores, en torno al crecimiento económico y el riesgo de recesión. Sin embargo, fueron insuficientes para moderar el discurso

Gráfica A.
Precios de importaciones vs precios de exportaciones



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Recuadro 1.1.2 (continuación) Actualización de política monetaria

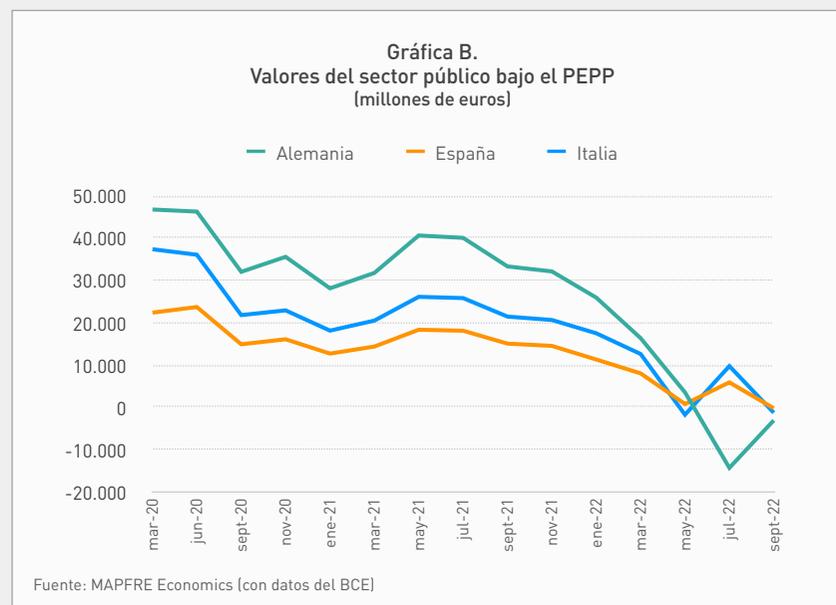
ante la necesidad de cumplir su mandato de estabilidad de precios y reafirmarse en la lucha por contener la inflación. Con ello, la Eurozona continuaba en la inercia estanflacionaria en la que, en línea con los últimos datos de indicadores adelantados (PMIs), el sector manufacturero entraba ya en contracción en varios países (véase la Gráfica 1.1.3-d de este informe).

En cuanto al proceso de formación de precios, este continúa mostrándose profundamente desequilibrado hacia el lado de la oferta, con el problema de la energía en el ojo del huracán (véase la Gráfica 1.1.3-c de este informe), los problemas de suministros aún no resueltos, los servicios apuntalando el incremento de los precios y la inflación subyacente absorbiendo tanto la persistencia como los problemas estructurales. Al mismo tiempo, y en ausencia de alzas salariales que sostengan el poder adquisitivo de los consumidores, el deterioro del poder adquisitivo del euro contra sus pares, si bien favorece las exportaciones, continúa amplificando el factor de inflación importada (véase la Gráfica A).

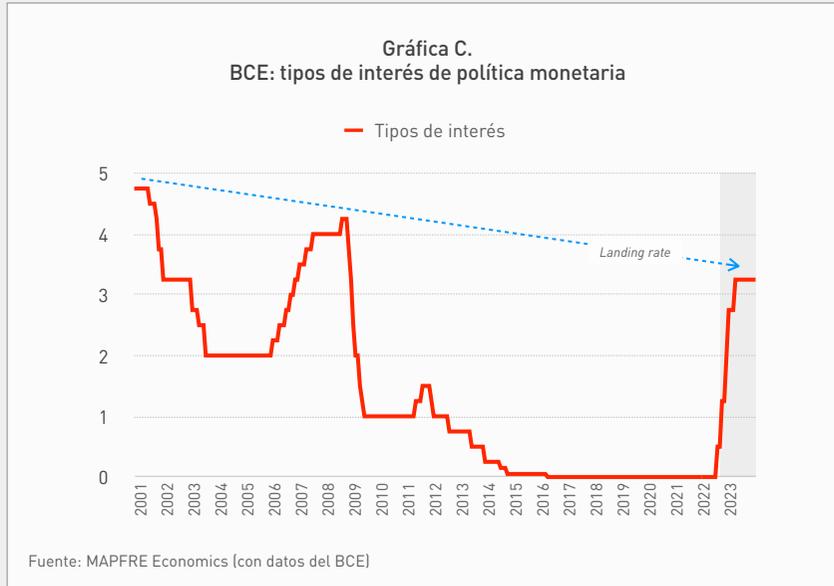
Con todo ello, el BCE se había posicionado moderadamente agresivo, apuntalando 75 pbs adicionales, señalizando esfuerzos en el futuro y con el alza en los precios copando la parte central del discurso. El racional obedecía a un objetivo de enfriar la demanda, amortiguada en parte por la expansión fiscal actual, una mayor sincronía con el endurecimiento monetario global y un anclaje del tipo de cambio en los niveles de paridad que modere la inflación importada (véase la Gráfica 1.1.2-h de este informe).

Este balance se ha fortalecido con el hecho de que, en su reunión del 27 de octubre, el BCE decidió aumentar los tipos de interés clave en 75 pbs adicionales, consolidando las perspectivas de aumentos adicionales en el futuro. Con relación a las compras de activos, el BCE seguirá flexibilizando

la reinversión de los reembolsos vencidos en la cartera de PEPP hasta al menos finales de 2024, cuyo *roll-off* se gestionará para evitar interferencias con una correcta transmisión de la política monetaria, mientras que las reinversiones del programa PEPP continuarán siendo flexibles para contrarrestar el riesgo de fragmentación (véase la Gráfica B). La principal novedad fue que se anunció que, en el marco de las TLTRO's (modificando los términos y condiciones de la tercera edición), estas operaciones pasarán a estar indexadas al tipo de interés de referencia a partir del 22 de



**Recuadro 1.1.2 (continuación)
Actualización de política monetaria**



noviembre de 2022 hasta su vencimiento, aunque ofrecerá a los bancos fechas adicionales de amortización anticipada voluntaria.

El ajuste en los TLTRO´s supone un endurecimiento adicional (al eliminar las condiciones beneficiosas bajo las que se encontraban), al tiempo que marca una orientación hacia adelante, en la cual las medias a tomar en las próximas reuniones irían destinadas al tamaño de balance y su reducción. En cuanto a los tipos de interés, si bien la postura actual sostiene que los

próximos movimientos continuarán ligados a los datos económicos, la posibilidad de alcanzar un *landing rate* a principios de 2023 podría ser suficiente para avanzar hacia la reestructuración del balance, dejando en esta herramienta el protagonismo con el que reequilibrar el aterrizaje económico (véase la Gráfica C).

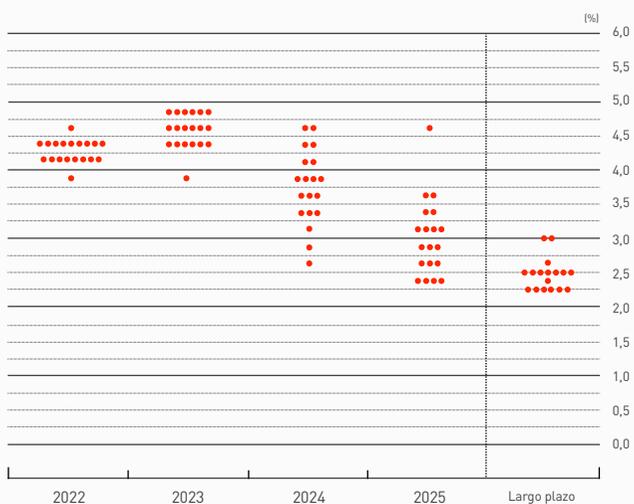
Reserva Federal

Por su parte, la Reserva Federal de los Estados Unidos, en su reunión de septiembre, continuó con el ciclo de normalización monetaria, al elevar los tipos de interés de referencia en 75 puntos básicos pbs adicionales, situando el rango en 3,00%-3,25%. En cuanto a las proyecciones respecto a la ruta futura de subidas, el *dot plot* del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) continuó señalizando el avance de futuras alzas de tipos (125 pbs en lo que resta de año), lo que ubicaría los tipos de interés al alza hasta alcanzar lo que podría ser una *tasa terminal* del 4,6% en la primera mitad de 2023, nuevamente por encima de los anticipados en su anterior reunión, y en lo que sería la senda monetaria más agresiva de los últimos 40 años (véase la Gráfica D).

Por lo que respecta a las herramientas de balance, la Reserva Federal mantiene el curso previsto de incrementar la cuantía que se desprende del balance hasta los 95.000 millones de dólares mensuales desde septiembre, siendo la composición de 60.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y el resto en vencimientos de activos respaldados por hipotecas (MBS). En el plano macroeconómico, las estimaciones siguen deteriorándose, con una revisión sustancialmente a la baja en la actividad económica: el PIB crecería un 0,2% en 2022 y un 1,2% en 2023 (frente a 1,7% y 1,7% anteriores). De forma paralela, las perspectivas de inflación siguen

Recuadro 1.1.2 (continuación)
Actualización de política monetaria

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



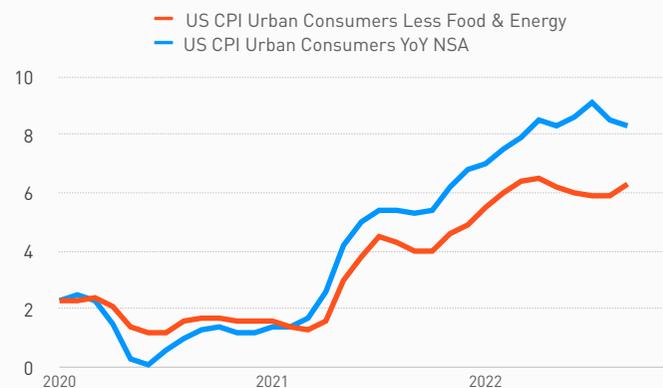
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Reserva Federal)

revisándose al alza, con un PCE esperado de 5,4% y 2,8% en 2022 y 2023, respectivamente (frente al 5,2% y 2,6% anteriores), y con la inflación subyacente absorbiendo la persistencia (véase la Gráfica E).

En el simposio anual de finales de agosto en Jackson Hole, la Reserva Federal, tras considerar las lecciones del pasado, anunció la temática

principal de las próximas conferencias al anticipar la necesidad de una política monetaria restrictiva, al menos hasta confirmar el retorno de la inflación hacia el objetivo y a pesar del riesgo de un desempeño económico por debajo de la tendencia. Teniendo en consideración que el mercado laboral todavía puede calificarse como fuerte, a pesar de los datos mixtos más recientes, y con una brecha amplia de vacantes por cubrir, la tolerancia al escenario central de “aterrizaje suave” y la noción de que reducir los elevados precios es una obligación incondicional, los daños colaterales en la actividad económica serían todavía insuficientes para reequilibrar la postura actual.

Gráfica E.
Inflación sin energía ni alimentos



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

**Recuadro 1.1.2 (continuación)
Actualización de política monetaria**

Valoración

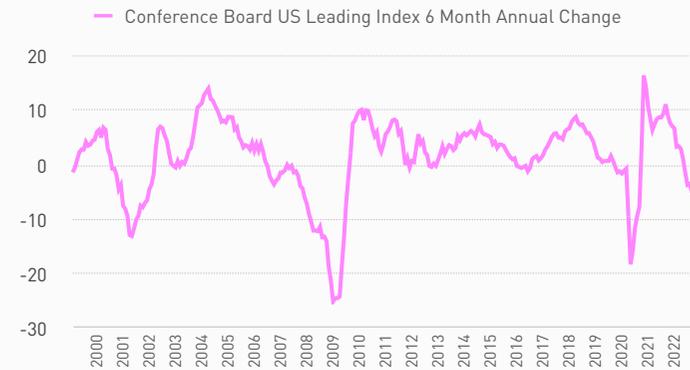
Las perspectivas de una mayor inflación y un menor crecimiento continuaron deteriorando las proyecciones macroeconómicas más recientes para los Estados Unidos. No obstante, la retórica de precios continúa dominando la narrativa actual y, en consecuencia, la orientación de políticas restrictivas y contracíclicas se mantiene. De esta forma, las subidas de tipos de interés continuarán siendo inminentes a corto plazo (con la *tasa terminal* alcanzándose a principios o mediados de 2023, y duraderas a medio plazo) y los niveles se mantendrían anclados por encima de tipo neutral durante al menos 2023, e incluso 2024. Esta determinación para combatir la inflación, en detrimento de los niveles de actividad económica (véase la Gráfica F), con tipos de interés más altos por más tiempo, se justifica en una transmisión de condiciones financieras más estrictas hacia la economía real, necesaria para enfriar la demanda, y que requiere ser lo suficientemente efectiva como para inducir un cierto deterioro al mercado laboral actual, donde todavía se requieren dos puestos vacantes por cada persona desempleada y cuyas presiones salariales se vuelven cada vez más amplias.

En este sentido, se pronostica que la economía estadounidense continúe transitando hacia el llamado “aterrizaje suave”, moderando la demanda hasta reencontrarse con la oferta disponible, en un entorno de precios en línea con su objetivo, y que se consolide en la senda que marcan las expectativas de inflación a plazo (en retroceso en los últimos datos disponibles). Entretanto, el riesgo de un ajuste excesivo continúa siendo elevado (véanse las Gráficas G y H) y, aunque los efectos de esta normalización acelerada todavía no se reflejan plenamente en los datos, el efecto rezago de estas medidas se materializará en los próximos meses,

aumentando las probabilidades de evidenciar un “aterrizaje con viento cruzado”. Con ello, se acercaría la materialización del escenario de riesgo que desembocaría en una recesión más profunda y duradera de lo anticipado.

Por último, si bien la Reserva Federal ha proporcionado ciertos detalles respecto al balance, aspectos como la guía a futuro (cuantía y *mix*) y su efecto combinado con tipos de interés más altos, podrían suponer un impulso restrictivo adicional todavía subestimado en términos de

**Gráfica F.
Estados Unidos: evolución de los niveles de actividad**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Recuadro 1.1.2 (continuación)
Actualización de política monetaria

Gráfica G.
Estados Unidos: diferencial de rendimientos, 2y -10y

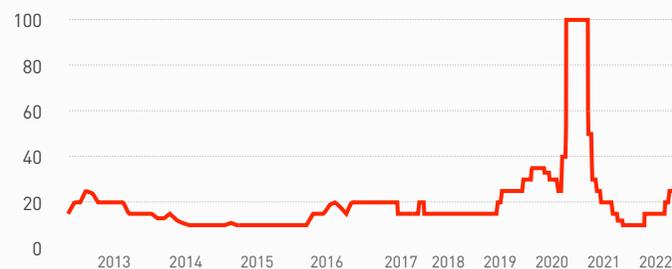


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

estabilidad financiera. Al igual que la métrica Wu Xia, indica el efecto adicional de las expansiones cuantitativas sobre el tipo de interés (rompiendo la barrera del 0% oficial), los precedentes sobre esta palanca carecen de un historial suficiente como para medir el impacto potencial, dejando como precedente la crisis del mercado de repos de 2019 (véase Gráfica I).

Fuente: MAPFRE Economics

Gráfica H.
Estados Unidos: probabilidades de recesión (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica I.
Estados Unidos: Secured Overnight financing Rate (SOFR)



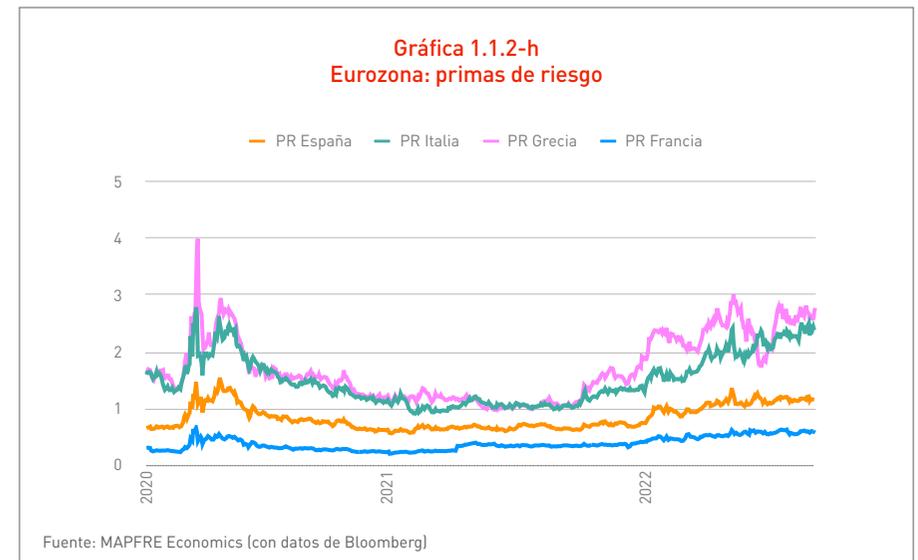
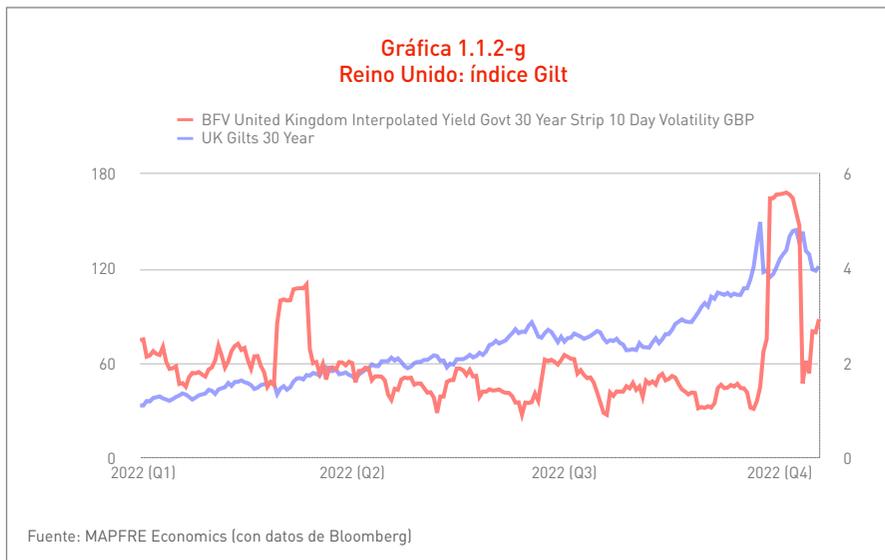
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

respuesta a la problemática energética y una capacidad de respuesta que, salvo la puesta en marcha de un nuevo mecanismo común, cuenta con márgenes de maniobra muy dispares y limitados en el caso de algunas economías de la zona euro (véanse las Gráficas 1.1.2-g y 1.1.2-h).

En lo que respecta a las disrupciones observadas en las cadenas globales de suministro, las cicatrices de la pandemia del Covid-19, los cuellos de botella y la superespecialización van dando paso a cadenas de suministro menos integradas y más locales. Mientras que los factores más temporales continúan mejorando y los eventos más recientes son de carácter frugal, los factores estructurales continúan lastrando la normalización, destacando: (i) costes de transporte que permanecen elevados; (ii) ciclo de inventarios todavía discordante (de la escasez al exceso); (iii) problemas energéticos en algunos casos estructurales; (iv) reorganización de bloques en las cadenas de suministro para aliviar dependencias, destacando la diversificación asiática en detrimento de la

producción China, y (v) tensiones geopolíticas y diferenciación de bloques comerciales (véanse las Gráficas 1.1.2-i y 1.1.2-j).

Todo lo anterior, ha venido desembocando en un problema adicional: el fortalecimiento del dólar estadounidense a medida que la política monetaria de la Reserva Federal toma una dimensión más local de endurecimiento para combatir la inflación y genera una positiva atracción de flujos del exterior, así como un creciente entorno de incertidumbre que potencia la aversión al riesgo. Todo ello ha confirmado el papel de la divisa estadounidense como activo refugio que: (i) distorsiona las señales de flujo de bienes y servicios, al afectar las relaciones entre importadores y exportadores; (ii) genera un incentivo adicional al resto de bancos centrales para compensar la inflación importada, y (iii) produce un efecto de expulsión al tensionar la capacidad de refinanciación de ciertas economías y su acceso a financiación en los mercados de capitales.



Gráfica 1.1.2-i
Asia: índice de restricciones

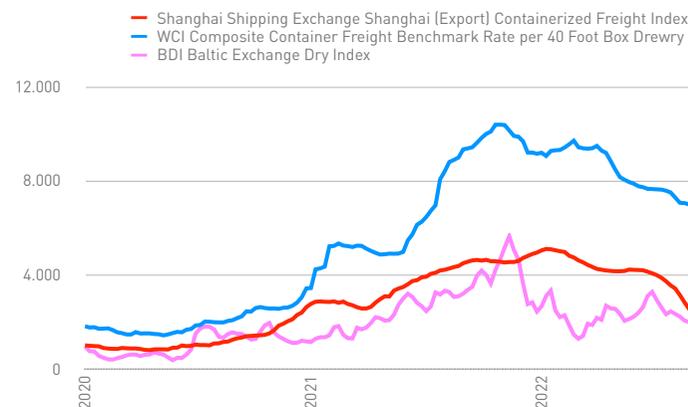


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

1.1.3 Dinámicas regionales

En Estados Unidos, se espera un bajo crecimiento en el último tramo de 2022 con una continuación de la moderación que se prolongaría durante 2023; incluso concatenando algún trimestre en negativo, el cómputo anual seguiría cerrando en positivo. Las ideas que apoyan esta línea de previsión son: un dólar fuerte que continuará lastrando las exportaciones y limitando la competitividad de las empresas frente al exterior; el mercado energético que, si bien está en una posición mucho mejor a la europea, no es inmune a los recortes de la OPEC, al tiempo que la compensación vía liberación de las reservas estratégicas comienza a ser insostenible. Adicionalmente, el factor de la política monetaria empezará a notarse en la economía real en los próximos meses, más concretamente en las condiciones del empleo, las cuales comenzarán a verse deterioradas y, con ello, dando paso a una demanda ya mermada por la inflación, tal como muestran los indicadores de confianza del consumidor y la acumulación

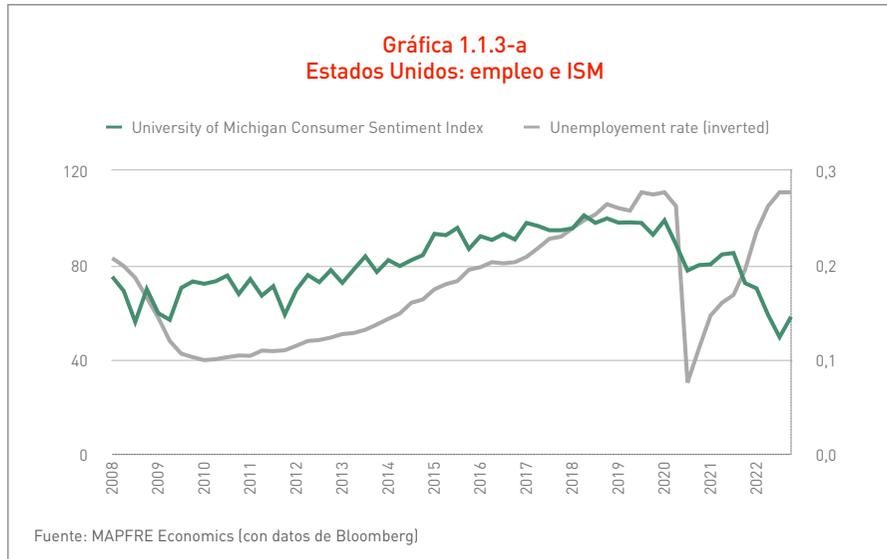
Gráfica 1.1.2-j
Global: cadenas de suministro



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

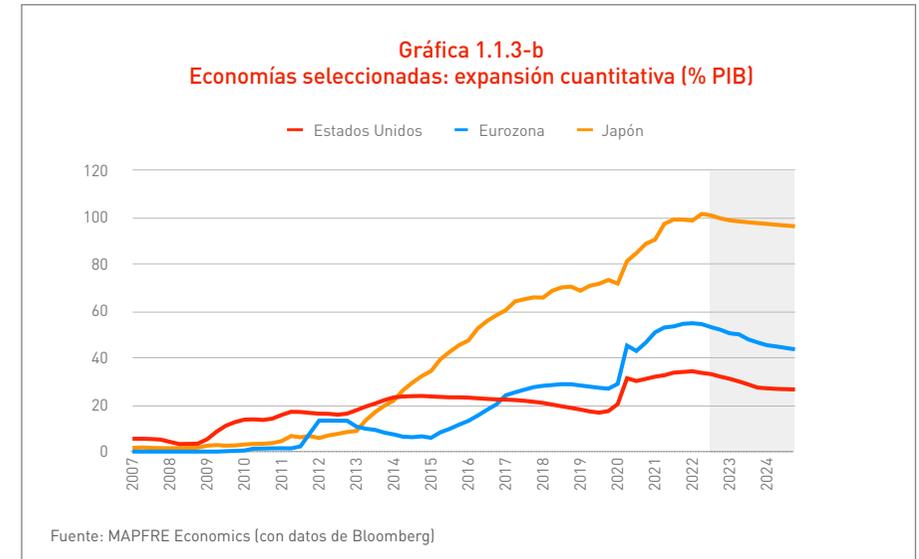
de crecimientos salariales en términos reales negativos (véanse las Gráficas 1.1.3-a y 1.1.3-b).

En la Eurozona, se presenta, por tercera vez desde el inicio del conflicto en Ucrania, la mayor rebaja en las previsiones para 2023, ya que la región pasaría a registrar, de base, un crecimiento nulo el próximo año. El condicionante energético seguirá lastrando a la industria, con Alemania e Italia enfrentando una recesión, en tanto que España y Francia, entre otros, continuarán creciendo, aunque por debajo del potencial; si bien no se descarta también que la recesión se expanda a estas economías, por el momento el contagio se espera limitado. Para el conjunto de la zona euro, el riesgo de una política fiscal desorganizada y asimétrica es un factor a tener en cuenta en un entorno de condiciones financieras adversas y márgenes fiscales heterogéneos. El crecimiento de los salarios, aún contenido por la menor compresión del mercado laboral, puede ejercer presiones adicionales a lo largo de los próximos



trimestres accionando una palanca monetaria más agresiva (véanse las Gráficas 1.1.3-c y 1.1.3-d).

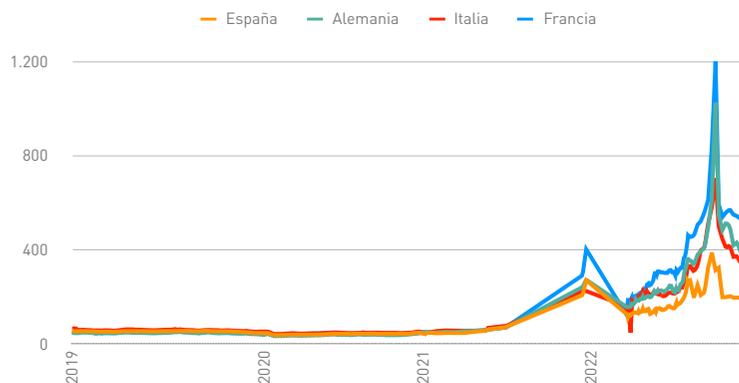
En el caso de la economía china, esta también verá reducido su desempeño esperado. El racional se focaliza principalmente en factores de naturaleza endógena, al perpetuar sus políticas restrictivas de tolerancia cero frente al Covid-19 antes del invierno. Así, su presencia en las cadenas de suministro se puede ver lastrada y dañar el empleo de sectores afines con signos de agotamiento. Asimismo, la inacción frente al colapso del mercado inmobiliario o las renovadas tensiones comerciales con Estados Unidos en torno a la industria de semiconductores, adicionan riesgos a la baja al desempeño económico (véanse la Gráficas 1.1.3-e y 1.1.3-f). De esta forma, Asia (ex-Japón) mantiene unas perspectivas positivas en términos generales. Tomando el testigo de China, la región se vería beneficiada por la deslocalización de su liderazgo manufacturero, por una inflación contenida y por perspectivas de crecimiento más



estables, con lo que seguiría siendo el amortiguador del crecimiento global.

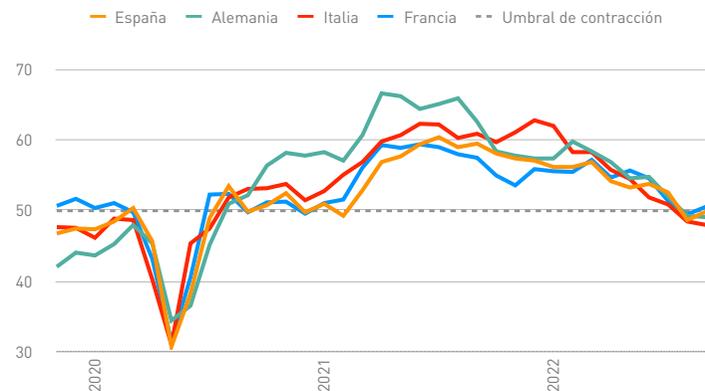
En América Latina y otros mercados emergentes, la contribución al crecimiento oscila entre países exportadores e importadores netos. Los primeros afrontan el nuevo entorno de menos demanda exterior, con las materias primas reduciendo sus precios y una política monetaria que debería estar próxima a su punto máximo de endurecimiento y podría compensar, en parte, esta pérdida de dinamismo; sin embargo, una prolongación de la fortaleza del dólar podría suponer un freno al desarrollo de acontecimientos futuros y limitar el ritmo de la política monetaria. En contraposición, los países importadores netos se ven aliviados por este efecto de suavización de precios; no obstante, el endurecimiento de las condiciones financieras globales contrarresta esta externalidad positiva, encareciendo el acceso a la financiación. En suma, los mercados emergentes presentan un panorama de crecimiento débil,

Gráfica 1.1.3-c
Eurozona: precios de energía



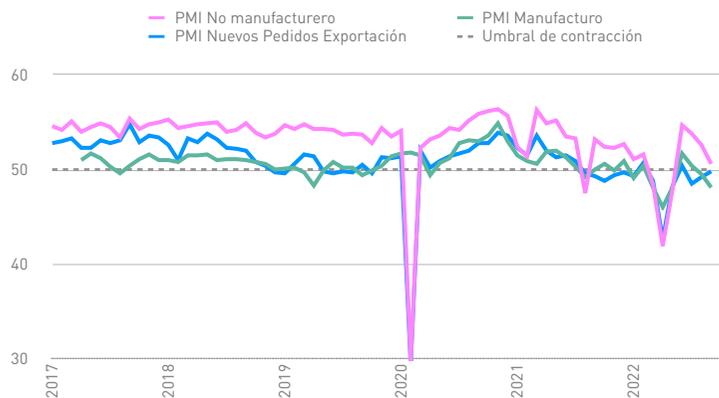
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.3-d
Eurozona: PMIs manufactureros



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.3-e
China: PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

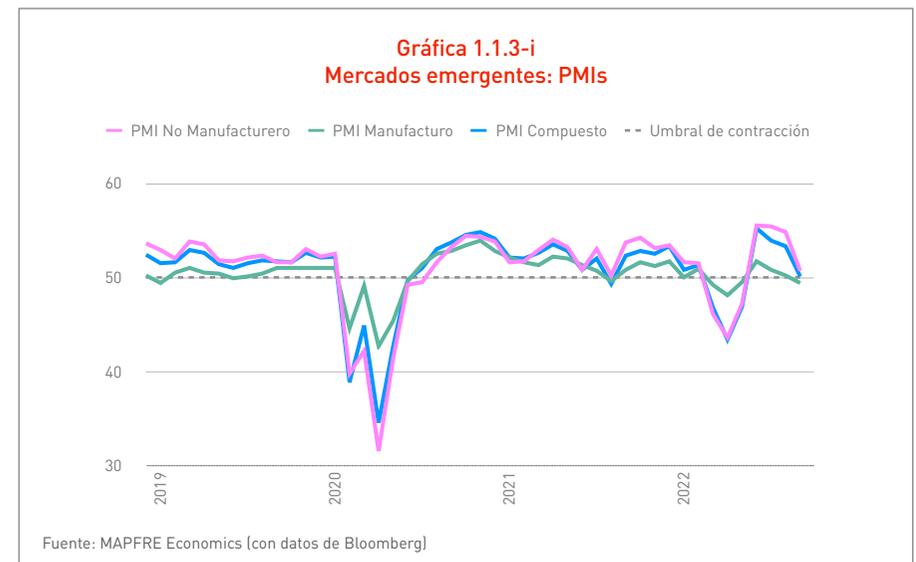
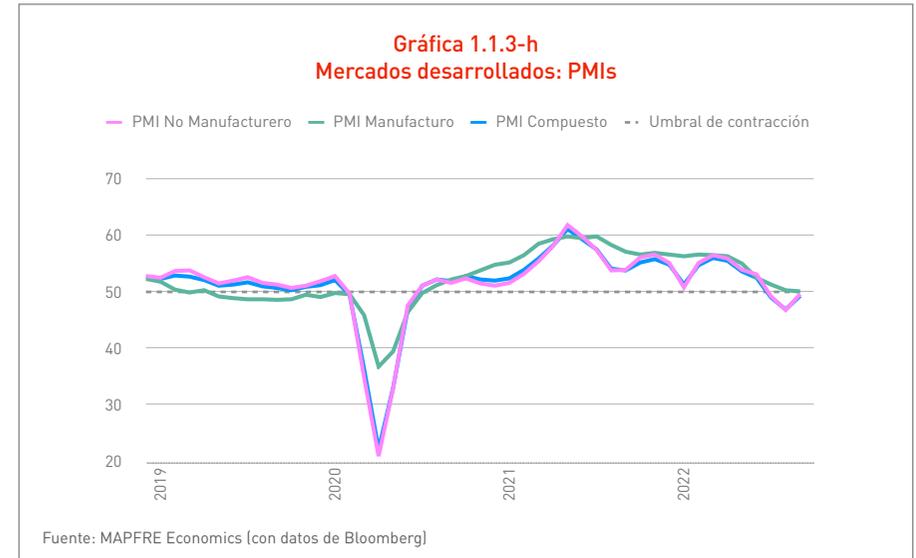
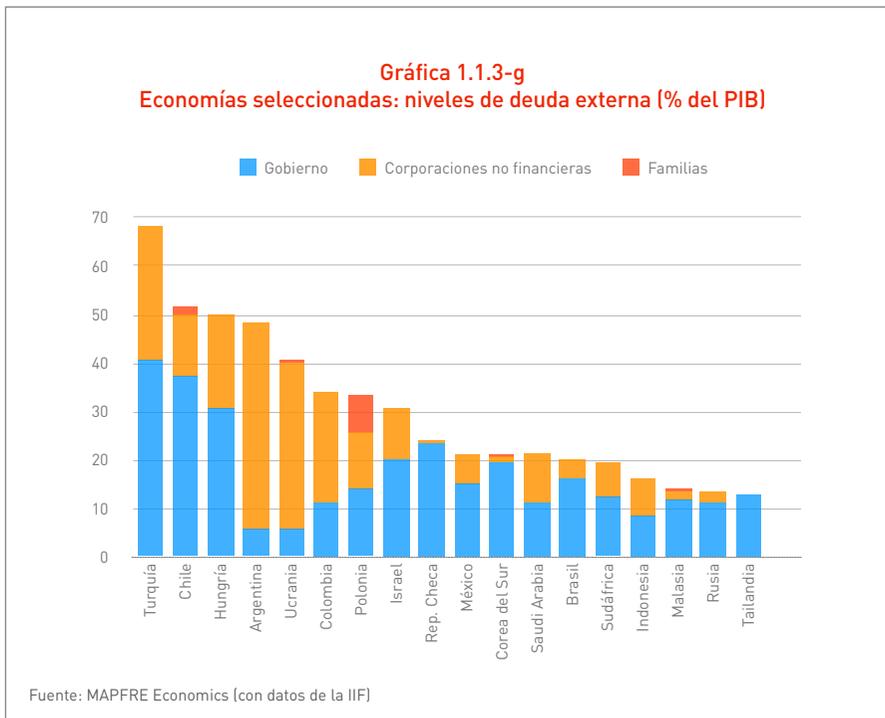
Gráfica 1.1.3-f
China: índice de sentimiento sobre vivienda



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

pero positivo, con asimetrías cada vez más amplias en función de sus vulnerabilidades y con un coste financiero a ser cubierto a precios de mercado más altos [véase la Gráfica 1.1.3-g y el Recuadro 1.1.3].

A manera de síntesis, puede afirmarse que la debilidad acusada en los mercados desarrollados y el insuficiente apoyo por parte de los mercados emergentes, confirman la entrada de la economía global en una fase de estancamiento, con riesgos a la baja que se acumulan, dando lugar a eventos de cola y al riesgo de accidente hacia una recesión global ganando enteros [véanse las Gráficas 1.1.3-h y 1.1.3-i].

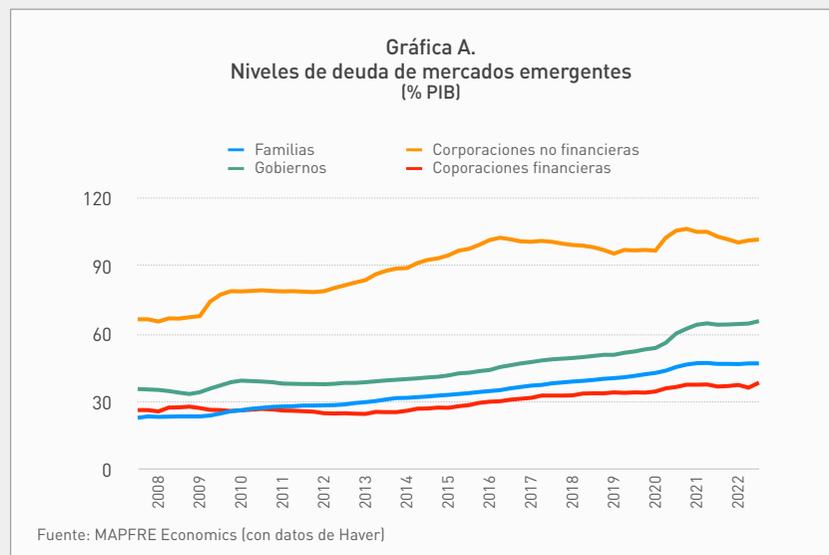


Recuadro 1.1.3
Análisis de vulnerabilidad emergente:
evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)

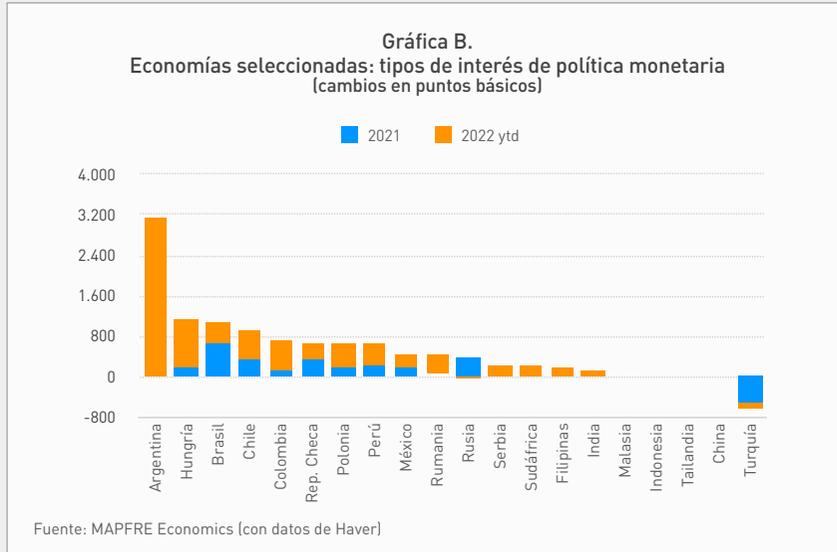
Análisis de la vulnerabilidad emergente

El primer semestre de 2022 ha venido marcado por la reducción del riesgo asociado a pandemia del Covid-19 y la consecuente reactivación del consumo, cuellos de botella más o menos duraderos, el conflicto en Ucrania y el encarecimiento generalizado de las materias primas, con especial intensidad en las relacionadas con la energía. Como resultado de este repunte en la demanda y de una oferta con disrupciones aún significativas, el desequilibrio ha venido permeando en los precios de forma prolongada y mutando progresivamente las perspectivas iniciales de un fenómeno transitorio hacia un *shock* de carácter persistente. En consecuencia, la política monetaria global (anticipadamente en el caso de las economías emergentes) ha venido reaccionando con un viraje acelerado desde la laxitud hacia el terreno restrictivo y contracíclico. Al mismo tiempo, aunque con cierto rezago y de forma menos homogénea, la política fiscal también se ha visto comprometida, con la articulación de una serie de medidas más específicas y selectivas, orientadas a recuperar la sostenibilidad de las finanzas públicas en el medio y largo plazo (véanse las Gráficas A y B). Poniendo el foco en los mercados emergentes, tanto la anticipación de su política monetaria como su capacidad de recuperación, se dio de forma más temprana y fue mayor en los países con menores necesidades de financiación de la cuenta financiera y con una cuenta comercial superavitaria (dinamizada por el repunte del precio de las materias primas), generando así una cierta divergencia con el resto de las economías. Sin embargo, y de forma más reciente, la recuperación de este segundo grupo ha venido reduciendo la brecha, apoyada en la reactivación del sector servicios por un panorama de restricciones, en general, notablemente despejado en 2022.

Con vistas al tramo final de 2022, la mayoría de estas economías emergentes apuntan hacia un proceso de desaceleración importante, con un deterioro generalizado de los fundamentales (frente al panorama existente antes de pandemia) y con una demanda externa menos intensa y que presiona a la baja en los precios de las materias primas y acelera el cambio de ciclo. En este contexto, y de forma antagónica, los países con mayor grado de integración en las cadenas de suministros globales que se favorecieron de la reactivación en primera instancia, en este nuevo entorno



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



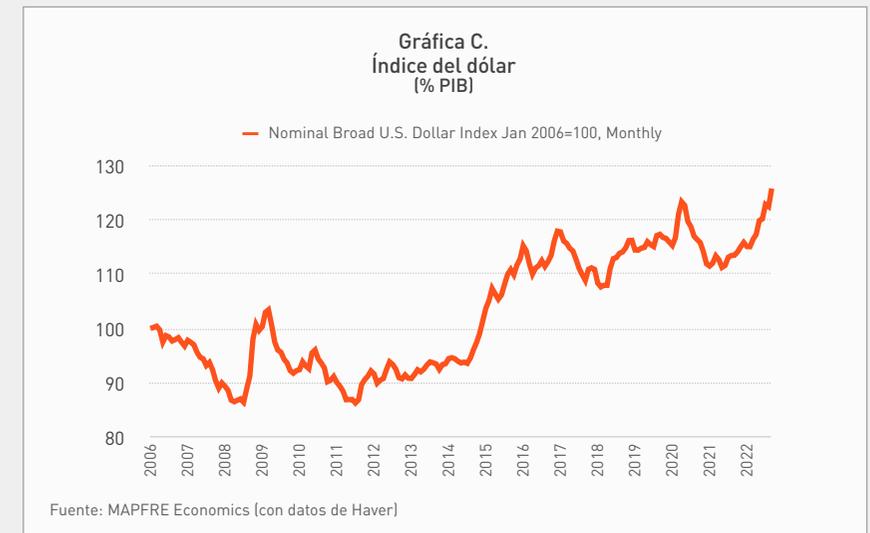
se anticipa que sean los primeros en percibir el impacto, frente aquellos más rezagados y con una estructura productiva con mayor relevancia de los servicios.

De forma adicional, los flujos de capitales globales han venido acomodándose a un entorno de tipos de interés más favorable en los países desarrollados, sumando a la aversión al riesgo generalizada bajo el catalizador geopolítico. Este proceso ha dejado como principal beneficiada a la economía estadounidense, atrayendo los flujos globales y generando una fortaleza en su divisa (véanse las Gráficas C y D). En este sentido, este

drenaje de flujos podría retroalimentar las dificultades para acceder a los mercados de capitales por parte de los países emergentes, activar una espiral de proclividad difícil de revertir en el contexto actual (el mayor riesgo de recesión activa la búsqueda de refugio) y sumar mayor fuerza deprecatoria que sería más evidente en países con ciertas vulnerabilidades tácitas.

Principales conclusiones del análisis

El análisis recogido con nuestro *Índice de Riesgo Emergente* (ERI) emplea datos de 2022, y su sentido es *forward looking* puesto que remarca



Recuadro 1.1.3 (continuación)
Análisis de vulnerabilidad:
evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)

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

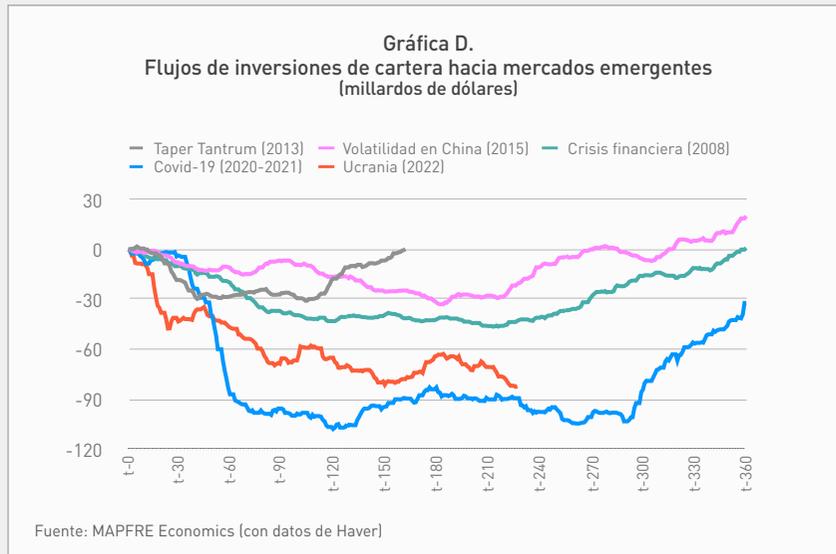
	Umbrales		Emergentes									
	Emergentes	Desarrollados	Argentina	Brasil	China	Colombia	Filipinas	Indonesia	México	Perú	Rusia*	Turquía
Crecimiento PIB potencial 2030	3	1,5										
Inflación potencial	10	2										
EMBI	8%											
CDS	20%	10%									n.d.*	
CA % PIB	1	1										
NIIP % PIB	-40	-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										
ERI 2021			71,61	37,54	56,96	42,86	11,50	26,13	30,04	13,33	30,04	67,04
ERI 2020			67,89	35,26	44,68	28,01	7,92	29,89	18,03	10,12	24,31	46,46
ERI 2019			71,35	32,07	42,74	26,29	8,52	30,48	22,35	11,85	19,99	42,04

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

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

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

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



debilidades que afectarán el desarrollo de la estabilidad nominal de los países emergentes a lo largo de 2022 y 2023. El estudio de las vulnerabilidades de una serie de mercados a partir de la construcción del ERI, que se sintetiza en la Tabla A, ha permitido extraer las siguientes conclusiones generales:

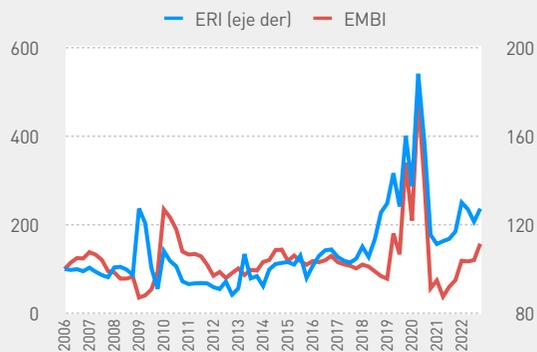
- En el caso de Argentina (véase la Gráfica E), el indicador vuelve a registrar una baja generada por: (i) un deterioro de la actividad acompañado de un alza en la inflación, tanto en los datos más recientes

como en términos potenciales; (ii) una cuenta corriente y una posición de inversión internacional que, si bien continúa en territorio positivo, se desacelera en 2022; (iii) aunque la sostenibilidad fiscal continúa en línea con el programa propuesto por el Fondo Monetario Internacional (ya pasada su segunda revisión), cerrar la brecha de financiación a través de la emisión de deuda continúa siendo un desafío; (iv) en términos de política monetaria, los tipos de interés continúan en niveles muy elevados, al tiempo que la divisa local continúa acumulando desequilibrios a pesar de los controles cambiarios. En Turquía (véase la Gráfica H), por su parte, el deterioro del indicador es mucho más acusado; el foco principal sigue siendo la insostenible dinámica de la balanza de pagos, combinado con agudas salidas de capitales que continúan presionando la posición de reservas y debilitando a la lira turca. Los precios continúan inmersos en una espiral inflacionaria, al tiempo que la ausencia de una ortodoxia monetaria agrega riesgos a la estabilidad financiera, incrementado las posibilidades de ajuste abrupto.

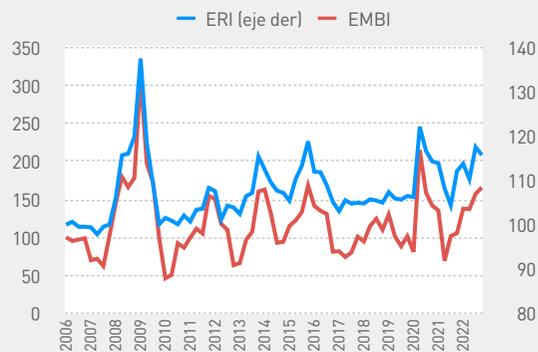
- En el caso de Perú (véase la Gráfica F), también se muestra un cierto deterioro del indicador, a pesar de la rápida recuperación de la demanda agregada, tanto interna como externa, y de una situación fiscal que ha venido mejorando de la mano de los favorables precios de las materias primas. Asimismo, el endeudamiento en términos de PIB ha continuado al alza, con amplias emisiones a tasa variable, así como una amplia emisión externa sumado todo a una cuenta corriente deficitaria que podría agravarse por el delicado contexto internacional que prevé la baja del precio de las materias primas (el cobre y la minería suponen en torno al 60% de las exportaciones del país). Brasil (véase la Gráfica I), por su parte, muestra una tendencia estable y más ligeramente a la baja, en la que destacan: (i) en el terreno macroeconómico, que el crecimiento

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

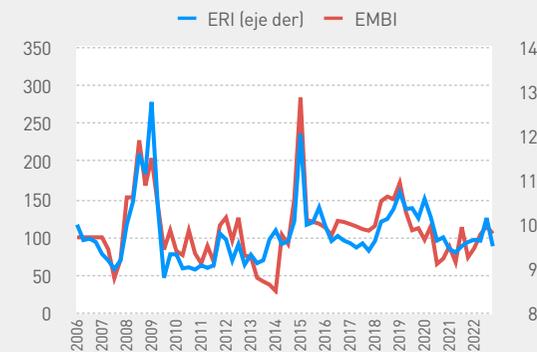
Gráfica E.
Argentina: ERI vs EMBI



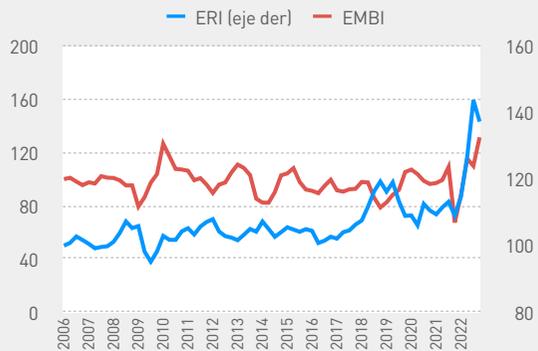
Gráfica F.
Perú: ERI vs EMBI



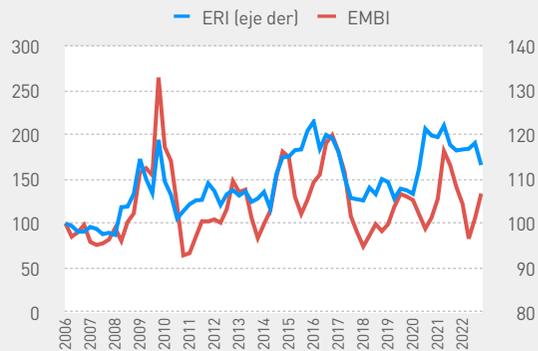
Gráfica G.
Indonesia: ERI vs EMBI



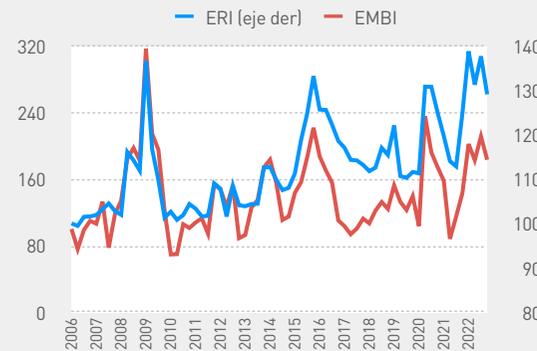
Gráfica H.
Turquía: ERI vs EMBI



Gráfica I.
Brasil: ERI vs EMBI



Gráfica J.
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](#)

Recuadro 1.1.3 (continuación)
Análisis de vulnerabilidad:
evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)

sigue siendo estable, al tiempo que la inflación retrocede ligeramente, y (ii) por el lado fiscal, la mejoría de las cuentas públicas que continúan la senda iniciada desde principios de años, la cual podría materializarse en un superávit a corto plazo y, en consecuencia, en el mejoramiento de la posición de endeudamiento. En sentido opuesto, la cuenta corriente de la economía brasileña continúa mostrando una deficiencia que no se termina de corregir, siendo un factor relevante en términos de vulnerabilidad ante el contexto actual de difícil de acceso a financiación. Con todo, la brecha entre el ERI y los movimientos del EMBI se ajustan permaneciendo en equilibrio.

- Por último, se analizan las economías de Indonesia y Colombia. En el caso de la economía asiática (véase la Gráfica G), las vulnerabilidades siguen ancladas en un entorno relativamente estable, en línea con EMBI, y sigue sin presentar grandes desequilibrios en las variables observadas. La economía colombiana (véase la Gráfica J), sin embargo,

registró un deterioro notable, si bien a lo largo de 2021 destacó por una recuperación temprana y vigorosa, continuó mostrando un elevado déficit por cuenta corriente, pese al efecto de los mayores precios de materias primas; además, en materia fiscal, la reforma tributaria continúa sin concretarse, debilitando las perspectivas de revertir la situación actual. Otra vulnerabilidad que asienta sobre esta economía latinoamericana es su posición de deuda externa, la cual se encuentra en niveles moderadamente elevados (superior al 50% del PIB), así como la situación de la balanza de pagos. En este sentido, el déficit en la cuenta corriente permanece elevado, la alta dependencia a la exportación de petróleo y, en menor proporción, a otras materias primas, continúa siendo insuficiente para cubrir las necesidades que presenta el recurrente saldo deficitario en las balanzas de mercancías, servicios y rentas.

Fuente: MAPFRE Economics

1.1.4 Escenarios y previsiones

Escenario base

Para efectos de esta actualización de nuestro informe de previsiones, se mantiene la visión de los análisis anteriores consistente en un *escenario base* a corto y medio plazo de estanflación global, con incursiones limitadas de algunos países en la recesión, pero sin conducir aún a una recesión global. La senda de política monetaria se mantiene con tasas terminales en la transición al segundo trimestre de 2023, llegando al

entorno del 4,5% en Estados Unidos y del 3,0% en la Eurozona, siendo las economías emergentes las primeras en adentrarse en una relajación en compensación con las caídas de actividad y precios de materias primas menos favorables.

En este contexto, el escenario base considera una política fiscal ordenada, priorizando el impulso en los países con mayor margen y, por otro lado, con mayor impacto en los que están sufriendo la crisis energética. En la Eurozona, se considera la utilización parcial de los fondos del *Next Generation EU* de manera anticíclica en apoyo a la demanda, en tanto que

en Estados Unidos se suceden nuevos impulsos fiscales, en especial de manera previa a las elecciones. La guerra en Ucrania continúa hasta el primer trimestre de 2023. Aunque se llega a una “paz caliente”, Rusia confirma la anexión de algunas de las provincias y asume un nivel de sanciones en línea con las actuales, con efectos en la energía y otros *commodities*; la situación actual se dilata, pero no hay una escalada de tensiones internacionales. En esta línea, y sopesando la menor oferta de la OPEC+, el petróleo transita hacia los 85 USD/bl en 2023 y 80 USD/bl en 2024. El gas, por su parte, muestra una línea de presión adicional (360 USD/bl petróleo equivalente en 2023 y 225 USD/bl en 2024) y con una convergencia que no es pareja sino hasta pasado 2024.

En China, por su parte, las tensiones soberano-financieras crecen, pero no son críticas; el banco central compensa depreciaciones del yuan en niveles del *crack seven*, con más ventas de *Treasuries* estadounidenses, aunque de una manera controlada. Las salidas de flujos persisten, pero no se acentúan, y la política de tolerancia cero frente al Covid-19 sigue lastrando el crecimiento, pero mutando hacia medidas más selectivas. Así, el escenario base no prevé dominancia fiscal ni riesgo de fragmentación, y la economía global crecería cerca, pero por debajo, del 3%, que es *subpar*, pero sin configurar una recesión.

Por otra parte, el escenario base prevé que la inflación siga alta en los próximos trimestres generando un promedio al alza en 2023, pero suavemente desacelerándose entrado el año. Asimismo, los tipos de interés crecen en tramos cortos generando una curva que se aplanan en los tramos medios y mantiene su tendencia positiva en los tramos largos. Una vez alcanzado el tipo de interés terminal, la inversión gradualmente deja de sufrir y se revierte dando margen de nuevo a la toma de riesgos más cíclicos (hacia mediados de 2023), lo que tamiza las caídas acumuladas. En consecuencia, la volatilidad permanece en niveles por encima del promedio histórico, pero sin generar extremos ante la ausencia de eventos de riesgo suficientes. El dólar estadounidense se mantiene apreciado respecto a sus fundamentales durante todo 2023,

aunque de forma transitoria, lo que sería atribuible tanto a las tensiones geopolíticas como al liderazgo monetario de la Reserva Federal y los temores de recesión, dando lugar a una posterior reversión hacia niveles de equilibrio de largo plazo.

Escenario de riesgo

Por otra parte, como en versiones previas de este informe, se considera un *escenario estresado* que, en este caso, vislumbra una situación de recesión global sin espacio fiscal suficiente para ser resuelta y con ciertos eventos de dominancia fiscal selectivos. Conforme a este escenario alternativo, la respuesta monetaria ejerce su palanca contracíclica frenando la normalización, aunque generando un escenario de pivote atípico, dado el menor margen y la inflación acumulada. En este supuesto, se plantea un escenario de acomodo de tipos de interés en torno al tipo de interés neutral, con el esfuerzo principal en la relajación de las herramientas de balance (combinación de expansión cuantitativa con tipos de interés por encima de mínimos observados en recesiones anteriores).

La inflación, si bien se modera por la contracción de la actividad, se trata de un fenómeno estructural que sobrevive, dando paso a una recesión inflacionaria, pero de corta duración. La actividad económica registra dos trimestres negativos de forma generalizada en los países desarrollados y contagia al agregado de los mercados emergentes ante la falta de demanda global, una menor actividad y necesidades de financiación que permanecen bajo estándares estrictos. El racional bajo este escenario sería un precio del petróleo y del resto de materias primas corrigiendo a la baja, aunque encontrando un ancla en niveles comparativamente más altos, y un dólar estadounidense que se perpetúa más fuerte respecto a sus pares, retroalimentando el condicionante inflacionario de la recesión. Así, en este escenario estresado, las variables financieras enfrentan un *shock* de dos sigmas y una volatilidad en niveles equivalentes a los observados con el shock del Covid-19.

1.1.5 Balance de riesgos

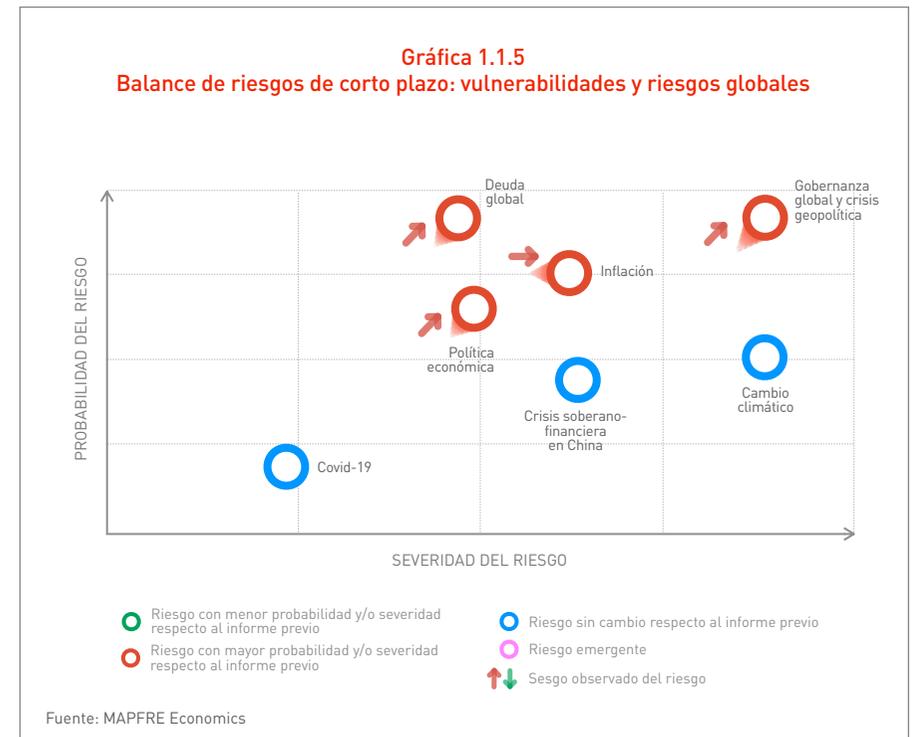
Gobernanza global y crisis geopolítica

Ante las elecciones de medio término en los Estados Unidos, los índices de aprobación de la administración Biden siguen deteriorándose (37%), con la confianza del consumidor en declive alimentada por las fuertes presiones inflacionistas, anticipando un eventual giro en la correlación de fuerzas políticas en ese país. En la Unión Europea, se afianza el giro a la derecha populista en el gobierno en Italia, se presentan las primeras diferencias sobre la capacidad de estímulos fiscales norte-sur tras los paquetes aprobados por Alemania, y se genera la especulación sobre el incidente en los gasoductos de Nord Stream. La escalada entre la OTAN y Rusia continúa y las sanciones siguen aumentando; se trata claramente de un conflicto que se extenderá a lo largo de un período amplio, profundizando el riesgo de que más actores en el mapa puedan integrarse más activamente al mismo. Profundizando en las presiones sobre los precios de los energéticos, la OPEC+ ha acordado nuevos recortes de producción, mientras que Estados Unidos continúa haciendo uso de sus reservas estratégicas. Por su parte, en Asia, China mantiene su reticencia a la alianza comercial en el Indopacífico promovida por los Estados Unidos y continúa acrecentando su malestar respecto al estatus de Taiwán, mientras crece la tensión en la región por la escalada entre las dos Coreas. En el Medio Oriente, persiste el riesgo de una nueva primavera árabe provocada esta vez por la elevación del precio de los alimentos y por un deterioro de las relaciones internacionales. Y, en América Latina, el giro hacia gobernanzas de izquierdas se ha fortalecido con el triunfo de Lula da Silva en las elecciones presidenciales en Brasil.

Deuda global

En el segundo trimestre de 2022, la deuda global decreció en 5,5 billones de dólares, hasta situarse en 300 billones de dólares, lo que representa 350% del PIB y en torno a 15 puntos porcentuales (pp) por debajo de su

máximo de 2021. En los mercados desarrollados, la disminución en relación con el PIB fue de 0,4 pp, y fue liderada por la deuda de gobiernos y hogares. En el caso de los mercados emergentes, sin embargo, tuvo lugar un incremento de 3,6 pp, impulsado por el mayor endeudamiento de las empresas financieras y los gobiernos, debido en buena medida a la fuerte depreciación de las monedas latinoamericanas en su comparativa frente al dólar en el lapso previo. Sigue destacando el caso de China, cuyo ratio de endeudamiento alcanzó un nuevo máximo histórico (347% del PIB) y cuyas contribuciones al incremento se dieron en todos los sectores.



En un contexto en el que se consolidan los sucesivos aumentos de los tipos de interés por parte de los bancos centrales de las principales economías para combatir la inflación, la sostenibilidad de la deuda comienza a deteriorarse rápidamente. Hasta hace menos de un año, con los tipos de interés en niveles históricamente bajos y la compra sostenida de activos financieros por los principales bancos centrales, el coste del servicio de la deuda permitía mantener los elevados niveles de endeudamiento. No obstante, la actual senda pone en evidencia los desequilibrios acumulados en los países desarrollados y en ciertas economías emergentes, lo que sumado a la fortaleza del dólar podría materializarse en un importante riesgo de impago. Entre las vulnerabilidades de los países desarrollados se encuentran principalmente los stocks de deuda acumulados por los gobiernos, incrementados fuertemente durante la crisis, sumado a los déficits que continúan sin corregirse. En el caso de los mercados emergentes, la vulnerabilidad radica tanto en el sector público como en las empresas no financieras, donde la proporción de deuda denominada en dólares, la posición de reservas internacionales y los desequilibrios corrientes exponen esta problemática.

De forma adicional, el cambio en las condiciones financieras presiona a la baja sobre el comportamiento de ciertos productos como las CLO (*collateralized loan obligations*), especialmente en aquellas con cláusulas *covenant lite*, cuyos perfiles de apalancamiento son elevados y la solvencia del colateral decreciente. En la misma línea, destaca también la reciente disrupción de los productos LDI (*liability-driven investment*) en Reino Unido, donde la operativa bajo apalancamiento sienta el precedente para el potencial comportamiento de otros productos complejos en situaciones de estrés de mercado.

Política económica

Con las fricciones inflacionarias ganando terreno y el marco económico en deterioro (incluso próximo a la recesión en algunas economías), el compromiso de los bancos centrales con sus mandatos (dual o único)

podría comenzar a evidenciar ciertas limitaciones respecto al propósito de contener el crecimiento de los precios, sin comprometer seriamente los niveles de actividad. A su vez, la política fiscal debería de ir acompañando esta senda restrictiva hacia el asentamiento de una estructura de sostenibilidad consistente con la de un nuevo entorno de tipos de interés con el que financiar las necesidades de gasto.

Así, los riesgos principales pasan tanto por la persistencia del fenómeno de precios elevados, cuyas consecuencias conllevarían una política económica aún más restrictiva, como por un exceso de palanca fiscal para mitigar los efectos no concordantes con las nuevas condiciones de mercado. Si bien los intentos por reducir las presiones por el lado de la demanda, vía tipos de interés más altos y condiciones financieras más estrictas, se ven en parte contrarrestados por las medidas de los gobiernos actuales de aliviar el *shock* energético, la problemática, tanto en la vía de precios más altos por más tiempo como en la de mayor fragilidad de las cuentas públicas (un mayor gasto corriente combinado con ingresos mermados al ritmo del deterioro de la economía), podría desembocar en eventos de *dominancia fiscal* agravados por una liquidez del sistema que está siendo drenada por los bancos centrales. De manera adicional, las consecuencias del rápido cambio en los tipos de interés, sumado al efecto de la reducción de balance de los bancos centrales, puede exacerbar esta dinámica y generar una aversión al riesgo repentina con movimientos desordenados en los mercados financieros.

Crisis soberano-financiera en China

La economía china continúa observando cierta recuperación de los niveles de actividad a medida que se sobrepone a la segunda ronda de restricciones por el Covid-19, tal como muestran los indicadores adelantados (PMI's) más recientes, así como ciertos datos de producción industrial. Sin embargo, las previsiones siguen siendo a la baja, con ciertos riesgos que mantienen la incertidumbre elevada.

Por el lado del Covid-19, aunque las últimas medidas han seguido una línea de restricciones más selectivas y menos lesivas para la economía, las distorsiones de estas medidas continúan deteriorando tanto la confianza del consumidor como la demanda externa, acumulando incertidumbre de cara al próximo invierno y redefiniendo el papel de la industria china en las cadenas globales de suministro, cuyos ejes continúan rotando hacia el sureste asiático en búsqueda de una mayor estabilidad. En el frente inmobiliario, este sector ya se encontraba bajo una presión significativa desde hace varios trimestres; las huelgas de los deudores hipotecarios, sumadas a la inacción por parte de las autoridades, continúa deteriorando las perspectivas del sector.

En el terreno geopolítico, las tensiones con Estados Unidos se mantienen crecientes, con la disputa en torno a la independencia de Taiwán tensando las relaciones y la guerra comercial aún en el aire tras la confirmación de la administración Biden de nuevas restricciones a las exportaciones de tecnología a China, aunque bajo un tono opuesto al de su predecesor en la casa blanca. Con todo ello, y a pesar de los esfuerzos por abordar las vulnerabilidades financieras, estabilizar la delicada moderación del crecimiento y resolver los problemas estructurales, el riesgo de desencadenar una crisis de deuda con potencial sistémico de contagio soberano-financiero continúa siendo real.

Cambio climático

El nivel creciente de riesgo climático será nuevamente abordado en noviembre de 2022, en Egipto, en la que será la 27ª Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (COP27). Si bien se espera que las conversaciones se centren en temas como el clima, el agua, los alimentos y la energía, toma especial relevancia el conflicto geopolítico actual; cabe señalar que la guerra en Ucrania provocó bloqueos de envíos en los puertos del Mar Negro, lo que generó una grave crisis alimentaria en Oriente Medio y África, al tiempo que continúa generando interrupciones en el marco energético. Concretamente, y como han puesto de manifiesto

las interrupciones en las cadenas globales de suministro, la interconexión entre sistemas acelera la necesidad de abordar la formulación de unas políticas coordinadas, combinadas e integradas a nivel global.

Inflación

Las tasas de inflación han continuado sorprendiendo al alza en todo el mundo, aunque de una forma diferenciada entre las distintas economías, evidenciando una vez más el riesgo de unas presiones más arraigadas en el tiempo y sistemáticamente por encima de los objetivos de los bancos centrales. A su vez, el impacto sobre el consumidor comienza a lastrar notablemente tanto las decisiones de gasto (por la pérdida de poder adquisitivo acumulada) como las expectativas de dilatarse en el medio plazo.

Poniendo el foco en la inflación subyacente, las categorías afectadas por el aumento de precios son cada más generalizadas debido a varios factores: (i) los bienes duraderos afectados por las interrupciones en las cadenas de suministro, aunque mejoran por el lado de la oferta, continúan lastrados por un componente energético, cuyo factor ligado a la geopolítica se extiende, en tanto el componente estructural relativo a la transición hacia energías verdes se acelera; (ii) los servicios, tras la normalización inicial por la relajación de las políticas contra el Covid-19, siguen tomando protagonismo, provocando un efecto rezagado sobre el índice de precios; (iii) los aumentos generalizados en el precio de la vivienda siguen permeando en el coste equivalente del alquiler; (iv) a medida que los márgenes de las empresas se contraen, la capacidad de retención disminuye y el traslado a los consumidores se generaliza en línea con el desanclaje de expectativas, y (v) las demandas salariales empiezan a reforzar la retroalimentación de la espiral inflacionaria. En consecuencia, ante esta dinámica, la función de respuesta de los bancos centrales continúa endureciéndose, pasando de las perspectivas iniciales de alcanzar la neutralidad monetaria a finales de año, hacia políticas que ya se esperan como altamente restrictivas.

Covid-19

Según el informe más reciente de la Organización Mundial de la Salud (OMS), la cantidad de casos semanales continúa reduciéndose desde mediados de julio. Se han reportado 2.6 millones de casos nuevos durante la semana del 17 al 23 de octubre de 2022, una cifra un 15% inferior a la semana previa. El número de muertes semanales disminuyó un 13%, con unas de 8.500 muertes reportadas. Asimismo, al 22 de octubre pasado se han reportado 624 millones de casos confirmados y alrededor de 6.5 millones de muertes en todo el mundo.

A nivel regional, el número de nuevos casos semanales disminuyó en cinco de las seis regiones examinadas: África (-41%), Europa (-23%), el Mediterráneo Oriental (-9%), el Pacífico Oriental (-5%) y Asia Sudoriental (-4%), mientras que la cifra aumentó ligeramente en las Américas (+2%). El número de muertes semanales, por su parte, se redujo en cuatro regiones: África (-72%), Europa (-24%), Asia Sudoriental (-13%) y el Pacífico Oriental (-8%), mientras que la cifra se mantuvo estable en la región de las Américas (-1%) y aumentó en el Mediterráneo Oriental (+9%).

A nivel mundial, el GISAID ha reportado la existencia de unas 107.952 variantes del SARS- CoV-2 entre el 24 de septiembre y el 24 de octubre de 2022, siendo 107.678 (99.7%) variantes de Ómicron preocupantes. Durante la semana epidemiológica 40 (3 al 9 de octubre), el 11.7% de las variantes no han sido asignadas a un linaje Pango, pero se presume que son descendientes de Ómicron, mientras que el 1.4% de las variantes son recombinantes siendo la mayoría XBB. Los linajes derivados del BA.5 siguen predominando un 77.1%, seguido de los derivados de BA.4 (5.4%) y BA.2 (4.3%).

Actualmente, 49 estudios de 18 países han confirmado la protección de 7 vacunas contra la variante Ómicron. La eficacia de la vacunación contra Ómicron sigue siendo mayor para casos severos en la mayoría de los

estudios realizados, y se ha observado que la primera dosis de refuerzo mejora notoriamente la eficacia de la vacuna en todos los escenarios estimados, aunque en los casos graves, la eficacia disminuye alrededor de los seis meses. En relación con la segunda vacuna de refuerzo, 16 estudios han comprobado que, para todos los escenarios, la cuarta dosis consigue ganancias marginales respecto a la eficacia de vacunación en comparación con solo tres dosis, siendo relativamente más efectiva en casos graves y muertes que en casos sintomáticos y de infección.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Recesión: el precio a pagar por la energía cara y los excesos monetarios del pasado.

La economía de los Estados Unidos había hilado dos trimestres consecutivos en contracción (-0,4% t/t en el segundo trimestre y -0,1% t/t en el primero), lo que, desde un punto de vista técnico, significaba una recesión. El consumo había crecido (0,5% t/t), pero la inversión (-3,7% t/t) y el consumo del gobierno (-0,4% t/t) se contrajeron. Las exportaciones todavía habían crecido en el segundo trimestre (+3,3%

- La Reserva Federal ha apostado por una recesión corta, mientras que las probabilidades aumentan de que esta se alargue.
- La inflación, por ahora, se sigue arraigando, con la subyacente elevándose al 6,6%.
- El mayor riesgo es que el endurecimiento monetario provoque algún accidente financiero de naturaleza sistémica.

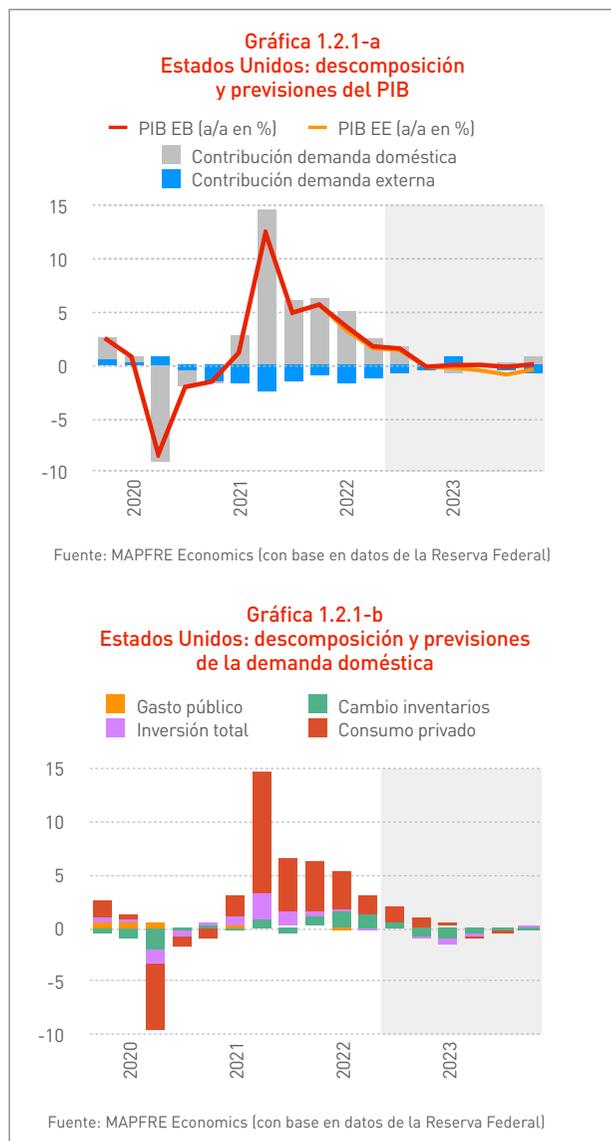


Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,2	2,9	2,3	-2,8	5,9	1,7	0,2	1,6	-0,5
Contribución de la demanda doméstica	2,4	3,3	2,4	-2,7	7,3	2,4	0,1	2,4	-0,5
Contribución de la demanda externa	-0,2	-0,4	-0,1	-0,2	-1,7	-1,0	0,1	-0,8	0,2
Contribución del consumo privado	1,6	2,0	1,4	-2,1	5,7	1,8	0,5	1,8	0,0
Contribución de la inversión total	0,8	1,0	0,6	-0,3	1,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Contribución del gasto público	0,0	0,2	0,5	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,4	2,9	2,0	-3,0	8,3	2,5	0,6	2,5	0,0
Gasto público (% a/a)	-0,1	1,2	3,4	2,2	1,3	-0,1	0,9	-0,1	0,9
Inversión total (% a/a)	3,8	4,7	2,6	-1,2	5,7	-0,1	0,0	-0,1	-0,7
Exportaciones (% a/a)	4,3	2,8	0,5	-13,2	6,1	4,4	-1,4	4,4	-1,9
Importaciones (% a/a)	4,5	4,2	1,1	-9,0	14,1	8,2	-1,1	8,2	-2,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,2	3,8	3,6	6,8	4,2	3,8	4,5	3,8	4,8
Inflación (% a/a, media)	2,1	2,4	1,8	1,2	4,7	8,0	4,1	8,1	5,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,1	2,2	2,0	1,2	6,7	7,0	3,6	7,3	4,3
Balance fiscal (% PIB)	-4,2	-6,1	-6,3	-15,2	-11,6	-4,2	-5,4	-4,3	-5,8
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)	-1,9	-2,1	-2,1	-2,9	-3,6	-4,2	-4,3	-4,2	-4,1
Tipo de interés oficial (final período)	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	4,25	3,25	4,50	4,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1,69	2,81	1,91	0,24	0,21	4,10	3,45	4,49	4,51
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,40	2,69	1,92	0,93	1,52	4,10	3,50	4,50	4,50
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)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	0,98	1,01	0,98	1,00
Crédito privado (% a/a, media)	6,9	4,7	5,0	6,4	14,9	1,3	-1,6	1,3	-2,8
Crédito familias (% a/a, media)	3,4	3,5	3,0	3,4	6,5	7,8	8,2	7,8	7,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	6,2	9,1	6,6	8,8	3,1	8,9	2,9	8,9	3,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,1	1,9	2,4	6,8	4,3	7,6	1,0	7,7	1,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,3	7,6	8,8	16,8	11,9	3,7	4,2	3,7	4,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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

t/t), aunque se estima que se contraigan en los próximos trimestres a raíz de la fortaleza adquirida por el dólar como moneda refugio. El endurecimiento de las condiciones financieras, el precio de la energía y la inflación general están llevando a la economía hacia la recesión. En el tercer trimestre de año, una primera estimación anticipa que la economía estadounidense habría crecido un 0,6% t/t, aunque se prevé que vuelva a contraerse en el último trimestre de 2022 y los primeros trimestres de 2023.

Las bolsas, por su parte, registran unas caídas cercanas al -20% en lo que va de año, reflejando el empeoramiento de las perspectivas económicas, así como el aumento del rendimiento del bono del Tesoro a 10 años, que ha superado el 4,1%, y el de 2 años el 4,6% (desde el 1,5% y 0,7%, respectivamente, a principios de año). Además, la curva de tipos de interés está invertida entre los bonos de 2 y 10 años, otro indicador clásico del inicio de una recesión.

En cuanto a la previsión de actividad futura, las encuestas a los gestores de compras en septiembre (PMIs) sitúan el indicador compuesto en 49,3 puntos, el manufacturero en 51,8 y el de servicios en 49,2 puntos (por debajo del umbral de contracción de 50 puntos). El empleo todavía está fuerte, pero eso suele ser habitual antes de una recesión. Además, ya se están reportando en los medios noticias de compañías que empiezan a efectuar despidos. Por su parte, el índice de indicadores adelantados de la *Conference Board* entró en negativo en julio (-0,1) y siguió reduciéndose en agosto (-1,0). Asimismo, la confianza del consumidor (59,8) ha vuelto a niveles de 2008-2009 durante la crisis financiera global. Por último, en el mercado inmobiliario, es destacable que desde el inicio de año se haya experimentado un repunte en las ejecuciones hipotecarias, después de 12 años en descenso continuo.

Nuestra previsión es que la economía estadounidense termine el año 2022 con un crecimiento del 1,7% y que en 2023 inicie en estado de recesión el primer semestre, pero que se recupere en el segundo semestre, de forma que consiga escapar de una contracción durante la totalidad del año,

situándose el crecimiento económico en un entorno del 0,2%. Esto depende, evidentemente, de que las circunstancias en energía y materias primas no se agraven y de que las condiciones financieras e inflacionarias no deriven en un escenario extremo. En el caso de que la inflación no se alivie y de que las condiciones financieras se sigan endureciendo, entonces estaríamos hablando de nuestro escenario estresado (alternativo), en el que la contracción en 2023 sería de -0,5% (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b). Cabe destacar que la Reserva Federal apunta todavía a una previsión mucho peor en 2022 (0,2%) y mejor en 2023 (1,2%), lo que indica la visión de una recesión corta y menos profunda, mientras que la generalidad del mercado considera que lo peor todavía está por venir.

La inflación en Estados Unidos se situó en 8,2% en septiembre, con la subyacente subiendo al 6,6%, respaldando la convicción de que la Reserva Federal seguirá con la trayectoria agresiva de endurecimiento de los tipos de interés. Los precios de los alimentos en el hogar suben un 13% y en los restaurantes un 8,5%. Los combustibles de automoción suben un 18,8% y la electricidad un 15,5%. Los precios de los vuelos también han subido un 43% y el seguro automóvil un 10,3%. Por último, los precios en la producción (productos terminados) han crecido un 8,5%, y en los materiales de construcción un 16,3%.

La Reserva Federal está comprometida a luchar contra la inflación mediante el endurecimiento agresivo de las condiciones financieras. La mediana de expectativas de los gobernadores (*Dot Plot*) apunta a 4,375% a final de 2022 y a 4,625% a final de 2023, mientras que los futuros descuentan 4,23% y 4,93%, respectivamente. Los tipos de interés se sitúan actualmente en los 3,25% y se espera que en la reunión del 2 de noviembre la Reserva Federal suba otros 75 puntos básicos (pbs) adicionales, hasta el 4,00% (banda alta). La inflación actual, al tratarse de un fenómeno fuertemente impulsado por los precios de la energía, es un problema con un componente importante por el lado de la oferta. La política monetaria restrictiva aplicada por la Reserva Federal comienza a

mostrar efectos por el lado de la demanda. Esto tendrá, sin duda, un coste en términos de repunte del desempleo, aunque, según explican los discursos de algunos gobernadores de la Reserva Federal, es un coste que debe asumirse. Al final, todo se resume en dos opciones: permitir la inflación para salvar el crecimiento o asumir que la recesión es un proceso inevitable para controlar la inflación. La Reserva Federal se está decantando por controlar la inflación, pero existe el riesgo de que los tipos de interés más altos provoquen algún accidente financiero sistémico, principalmente por el tamaño tan grande y poco monitorizado de los derivados negociados por fuera de los mercados organizados (OTC, *over the counter*).

Los riesgos para la economía estadounidense van en aumento. La inflación, junto con el endurecimiento de las condiciones financieras, ya están reduciendo la renta disponible de las familias. El enfriamiento del consumo es ya una realidad. Una muestra de ello es que el gigante de la distribución, Amazon, ya está cerrando algunos de sus centros logísticos², y los impagos hipotecarios han repuntado después de 12 años consecutivos en descenso.

1.2.2 Eurozona

Altos costes energéticos, inflación que se arraiga y tipos de interés al alza.

La Eurozona creció un 0,8% t/t en el segundo trimestre del año (4,1% a/a), momento en el que todavía no se sentía la desaceleración de los niveles de actividad económica. Esta desaceleración se va a resentir más en el tercer y cuarto trimestres. El consumo privado, por su parte, creció un 1,3% t/t, el público un 1,6% t/t, y las exportaciones un 1,3% t/t. La encuesta ZEW de expectativas económicas de la Eurozona está en el nivel más bajo de la serie histórica, con un -59,7 en septiembre y un -60,7 en agosto, valores peores que los registrados en las crisis del 2008 y 2012. La confianza del consumidor también experimenta un descenso acusado (-28,8 en septiembre) y la del inversor (*Sentix*) se acerca a los mínimos de 2008

(-38,3). Las ventas al por menor caen un -2,0% a/a (-0,3% m/m), mientras que la balanza comercial ha sufrido un importante deterioro desde mediados de 2021, pasando de 15 millardos de euros a -47 millardos de euros, acompañando la caída del euro desde los 1,20 USD/EUR hasta los 0,98 USD/EUR actuales. La producción industrial aguanta por el momento (2,5% a/a), basada en una disponibilidad de energía, aunque a precios mayores. Las ventas de automóviles recuperan (+9,6%), lo que muestra que ya se están normalizando los problemas de suministro de chips en la industria del automóvil.

Las perspectivas para la economía de la Eurozona son muy inciertas; lo que hay de cierto es un euro más débil, un coste energético sin expectativas de solucionarse a corto plazo (mientras no se resuelvan las presiones belicistas en Ucrania), una inflación que cuanto más persista más se va arraigando mediante subidas de salarios, y un endurecimiento de las condiciones financieras que va a traducirse en una contracción del crédito. Todo esto tendrá implicaciones para un 2023 que se vislumbra complicado. En este contexto, nuestra previsión de crecimiento para 2022 se ajusta al 3,1%, pero con una caída de actividad desde el cuarto trimestre de este año. Así, prevemos 3 trimestres consecutivos de contracción, lo que nos lleva a ajustar la previsión de crecimiento en 2023 al 0,0% (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

Por su parte, la inflación ha alcanzado el 10,7% a/a en octubre (con una aceleración de ocho décimas respecto a septiembre), junto con la

- La inflación en la Eurozona se acelera y alcanza el 10,7% en octubre.
- La balanza comercial sufre un importante deterioro en virtud de la desvalorización del euro y la subida de los precios de la energía importada.
- La recesión en 2023 está asegurada, a menos que haya una inflexión en la postura belicista en Ucrania.

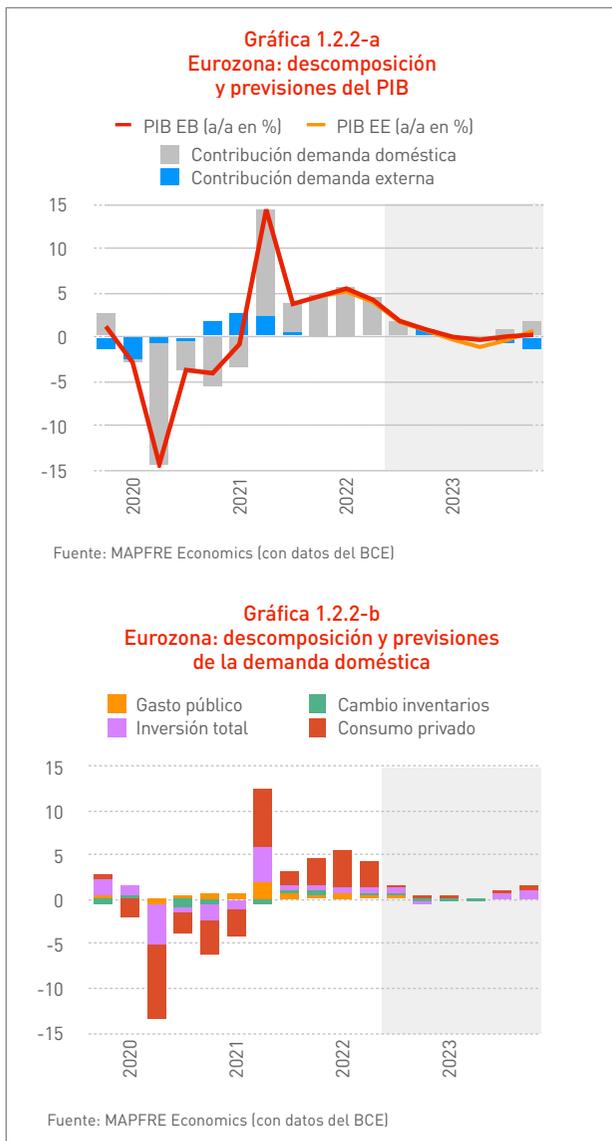
Tabla 1.2.2

Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	2,8	1,8	1,6	-6,2	5,2	3,1	0,0	2,9	-0,3
Contribución de la demanda doméstica	2,3	1,7	2,4	-5,7	3,9	2,9	0,6	2,9	0,1
Contribución de la demanda externa	0,5	0,1	-0,8	-0,5	1,4	0,2	-0,5	0,0	-0,4
Contribución del consumo privado	1,0	0,8	0,7	-4,2	1,9	1,9	0,3	1,9	0,0
Contribución de la inversión total	0,8	0,7	1,4	-1,5	0,9	0,5	0,3	0,5	0,2
Contribución del gasto público	0,2	0,2	0,4	0,2	0,9	0,4	0,2	0,4	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,9	1,5	1,4	-7,8	3,7	3,7	0,6	3,6	0,1
Gasto público (% a/a)	1,1	1,0	1,8	1,0	4,2	1,7	0,9	1,7	0,9
Inversión total (% a/a)	4,2	3,2	6,7	-6,6	4,1	2,2	1,6	2,2	0,7
Exportaciones (% a/a)	6,0	3,5	2,9	-9,3	10,3	5,8	1,4	5,8	1,0
Importaciones (% a/a)	5,4	3,7	4,9	-8,8	8,0	6,1	2,2	6,1	1,6
Tasa de paro (% último trimestre)	8,7	8,0	7,5	8,3	7,1	6,9	7,1	6,9	7,3
Inflación (% a/a, media)	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6	8,2	5,4	8,4	6,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	1,9	1,0	-0,3	4,6	9,4	1,0	9,8	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-0,9	-0,4	-0,7	-7,0	-5,1	-3,1	-3,7	-3,2	-4,1
Balance fiscal primario (% PIB)	1,0	1,4	1,0	-5,6	-3,1	-1,3	-2,0	-1,3	-2,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,2	2,9	2,4	1,6	2,3	-0,4	0,6	-0,5	-0,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,00	2,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,17	2,40	2,17	2,01
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,13	1,17	0,32	-0,19	0,32	2,15	2,20	2,85	2,46
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	0,98	1,01	0,98	1,00
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)	2,3	2,4	3,4	3,0	3,9	4,3	5,3	4,3	4,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,2	1,8	2,7	2,7	3,2	5,9	5,3	5,8	5,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,5	-1,0	1,0	-1,9	-0,3	6,3	2,0	6,4	2,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	12,3	12,5	13,2	19,8	18,0	14,0	13,2	14,0	13,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
 Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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



subyacente también arraigándose (5,0% a/a). La presión sobre los precios sigue siendo de mayor intensidad en los alimentos y suministros energéticos, pero se está trasladando gradualmente a otras rúbricas. El coste de la energía en la fabricación, en los comercios y en el transporte hacen inevitable el traslado de las subidas. Asimismo, hay ya a huelgas y negociaciones de convenios salariales que impulsarán los efectos de segunda ronda. La alimentación sube un 15,4% y la energía un 41,9% a/a%. Eliminando el efecto de esta última rúbrica, la inflación interanual ha alcanzado el 6,9% (6,4% en septiembre). Es también significativa la subida de precios al productor, la cual alcanzó, a nivel agregado en la Eurozona, un 43,3% en agosto, lo que es indicativo de futuras subidas de precios en los productos terminados.

En su reunión del 27 de octubre, el Banco Central Europeo (BCE) decidió aumentar los tipos de interés clave en 75 pbs, consolidando las perspectivas de aumentos adicionales en el futuro. Con relación a las compras de activos, el BCE seguirá flexibilizando la reinversión de los reembolsos vencidos en la cartera del Programa de Compras de Emergencia por la Pandemia (PEPP) hasta al menos finales de 2024, cuyo *roll-off* se gestionará para evitar interferencias con una correcta transmisión de la política monetaria, mientras que las reinversiones del programa continuarán siendo flexibles para contrarrestar el riesgo de fragmentación. Asimismo, las operaciones del TLTRO 's pasarán a estar indexadas al tipo de interés de referencia a partir del 22 de noviembre de 2022 hasta su vencimiento, aunque ofrecerá a los bancos fechas adicionales de amortización anticipada voluntaria. Este ajuste supone un endurecimiento adicional y marca una orientación hacia adelante, en la cual las medidas a tomar en las próximas reuniones irían destinadas al tamaño de balance y su reducción.

En síntesis, el panorama en Eurozona se deteriora. El sabotaje de los gasoductos del Mar del Norte hace que ya no haya marcha atrás en el tono de la relación con Rusia. Ahora, Europa tendrá inevitablemente que aprovisionarse de otras fuentes, principalmente de gas licuado, pero no

hay construidas terminales suficientes para un reemplazo al 100%. La generación vía energías limpias se promoverá, pero la instalación de capacidad tardará años. El coste energético más alto se va a traducir en unos mayores costes para la industria, con serias implicaciones para la competitividad de determinadas industrias. En este sentido, no es de descartar que se produzca a medio plazo una deslocalización fuera de Europa de industrias intensivas en el uso de energía³. Una inflación elevada, junto con un endurecimiento de las condiciones financieras y la pérdida de valor del euro, sienta las bases para un panorama sombrío en los próximos trimestres.

1.2.3 España

Posible recesión a inicios de 2023, por los costes energéticos y endurecimiento de las condiciones financieras.

En el tercer trimestre del año, el crecimiento de la economía española se moderó al 0,2% t/t (3,8% a/a). Ello se debió, de manera especial, al menor consumo privado (1,5% a/a), así como al menor crecimiento de la demanda externa (3,0% a/a). No obstante, los índices de gestores de compras (PMIs) de septiembre empeoran, adentrándose en territorio de contracción, con el compuesto en 48,4, el manufacturero en 49,0 y el de servicios en 48,5 puntos. El indicador de confianza del consumidor, por su parte, sigue también empeorando (-32,9), por debajo del nivel de 2020, y acercándose a los niveles de la crisis de 2008 (-36,7), mientras que el indicador de sentimiento

- Los costes energéticos no tienen visos de remitir a corto plazo, lo que afectará el desempeño económico en España.
- La inflación, de persistir, podría arraigarse vía subidas salariales.
- La subida de tipos de interés y su efecto en la concesión de crédito afectará al crecimiento económico español.

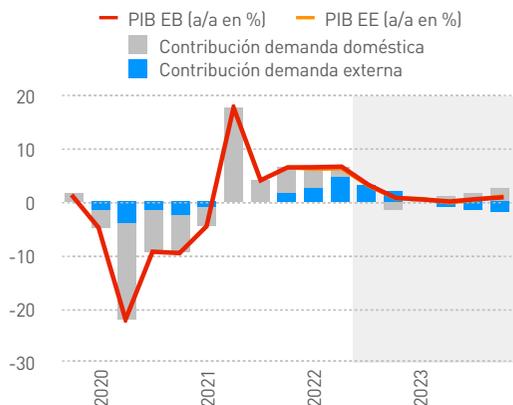
Tabla 1.2.3

España: principales agregados macroeconómicos

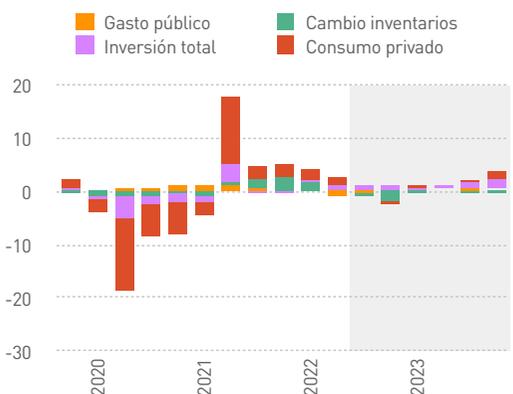
	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	3,0	2,3	2,0	-11,3	5,5	4,4	1,0	4,2	0,6
Contribución de la demanda doméstica	3,1	2,9	1,6	-9,1	5,2	1,1	1,6	1,1	1,0
Contribución de la demanda externa	-0,2	-0,6	0,4	-2,3	0,3	3,3	-0,6	3,2	-0,4
Contribución del consumo privado	1,8	1,0	0,6	-7,0	3,4	0,6	0,7	0,6	0,4
Contribución de la inversión total	1,2	1,2	0,9	-1,9	0,2	1,0	0,9	1,0	0,7
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,4	0,7	0,6	-0,4	0,4	-0,4	0,4
Consumo privado (% a/a)	3,0	1,7	1,1	-12,2	6,0	1,1	1,3	1,1	0,7
Gasto público (% a/a)	1,0	2,3	1,9	3,5	2,9	-1,8	2,0	-1,8	2,0
Inversión total (% a/a)	6,8	6,3	4,5	-9,7	0,9	5,1	4,7	5,0	3,8
Exportaciones (% a/a)	5,5	1,7	2,2	-19,9	14,4	15,8	0,8	15,8	0,6
Importaciones (% a/a)	6,8	3,9	1,3	-14,9	13,9	6,5	2,0	6,5	1,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	12,6	13,2	12,6	13,5
Inflación (% a/a, media)	2,0	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,8	4,8	9,0	5,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,5	1,8	0,5	-0,7	5,8	7,7	1,9	8,0	2,5
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-2,6	-3,1	-10,1	-6,9	-4,5	-4,5	-4,6	-5,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,6	-0,2	-0,8	-8,1	-4,7	-2,1	-2,1	-2,2	-2,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	1,9	2,1	0,6	0,9	0,7	2,1	0,5	1,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,00	2,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,17	2,40	2,17	2,01
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,57	1,42	0,47	0,06	0,60	3,50	2,90	3,22	2,89
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	0,98	1,01	0,98	1,00
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)	-1,4	-0,3	-0,2	-1,0	0,1	1,0	3,3	1,0	2,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,1	-1,8	0,0	1,8	3,4	2,0	3,5	2,0	2,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-6,0	5,6	-0,9	1,6	0,0	-10,8	1,8	-10,7	3,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,8	5,6	8,2	17,8	13,8	8,6	7,8	8,5	7,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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

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)

económico de la Unión Europea (96,7) está por debajo de los niveles de 2019.

La estimación del crecimiento para el próximo trimestre y para la totalidad de 2023 apunta a una desaceleración generalizada de la economía española, pero la magnitud presenta una elevada incertidumbre, con los riesgos orientados a la baja debido a la posible persistencia de los costes energéticos elevados y al impacto de la subida de tipos de interés en la expansión o contracción de los volúmenes de crédito concedido, en la morosidad y en el aprovechamiento de los fondos del *NextGenEU*. Según la monitorización del Banco de España del uso de esos fondos en 2021, estos solo impactaron en 0,2 puntos porcentuales (pp) al PIB y, según su previsión, se espera un impacto de 0,6 pp tanto en 2022 como en 2023, con una previsión del gobierno que estima un impacto del 1,0 pp en 2023. En este contexto, nuestra estimación para el crecimiento se ajusta al 4,4% para 2022, gracias a un segundo trimestre fuerte y un tercer trimestre en descenso, pero todavía bueno. En 2023, sin embargo, esperamos una notable desaceleración de la economía española al 1,0% (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

La inflación, por su parte, alcanzó el 7,3% en octubre (en comparación con el 8,9% de septiembre), 7,3% la armonizada y 6,2% la subyacente, que se mantiene en el mismo nivel del mes previo. Según los últimos datos disponibles, los alimentos suben un 14,4%, con crecimiento muy significativo en las harinas (39,0%), el pollo (18,1%) y la leche (25,0%). Los consumos del hogar, donde se incluyen la electricidad y el gas, suben un 14,2%. La moderación en el IPC general se debe a efectos de base y a la moderación en los combustibles (diesel 26,0% vs 43,0% en junio), la electricidad (20,0%) y el gas natural (23,8%).

Los riesgos para la economía española se sitúan en la elevada incertidumbre por lo que se refiere al coste de la energía, las materias primas y los alimentos, y a su gradual repercusión en los servicios. De persistir la inflación energética, va a ser difícil evitar los efectos de

segunda ronda (aumento de salarios) y, por tanto, que se arraiguen las subidas de precios. Las subidas de tipos de interés tendrán efectos en los mercados de crédito, con costes más elevados, aumento de morosidad y posible contracción de crédito. De momento, los niveles de empleo resisten, pero el endurecimiento de las condiciones financieras y el deterioro del consumo privado podrán repercutir en un repunte del desempleo. Las cuentas públicas han tenido una bonanza, con un aumento de los ingresos fiscales gracias a la inflación, pero avisa el gobernador del Banco de España que este efecto no se espera que permanezca, una vez que la crisis empiece a afectar los niveles de actividad y que, por tanto, a medio plazo sigue siendo necesario un esfuerzo de consolidación fiscal.

1.2.4 Alemania

La recesión es ya inevitable y su profundidad dependerá de las soluciones al tema energético.

El PIB alemán creció un 0,3% en el tercer trimestre, impulsado principalmente por el consumo privado. A falta de detalles por componentes en su versión preliminar, el trimestre previo el consumo aumentó solo un 0,8% t/t, mientras que las exportaciones crecieron apenas un 0,3% t/t, reflejando el aumento de los costes energéticos y el aumento de los costes al productor que subieron un 45,8% en agosto, y la inversión cayó -0,1% t/t (-0,5% a/a). Las perspectivas para la economía alemana en los próximos trimestres son de entrada en una rece-

- **Con el sabotaje de los gasoductos ya no hay opción para regresar al *status quo* anterior.**
- **La inflación será más persistente; los precios al productor se han disparado.**
- **La confianza del consumidor ha descendido de manera brusca.**
- **Se espera una caída del PIB del -0,4% en 2023.**

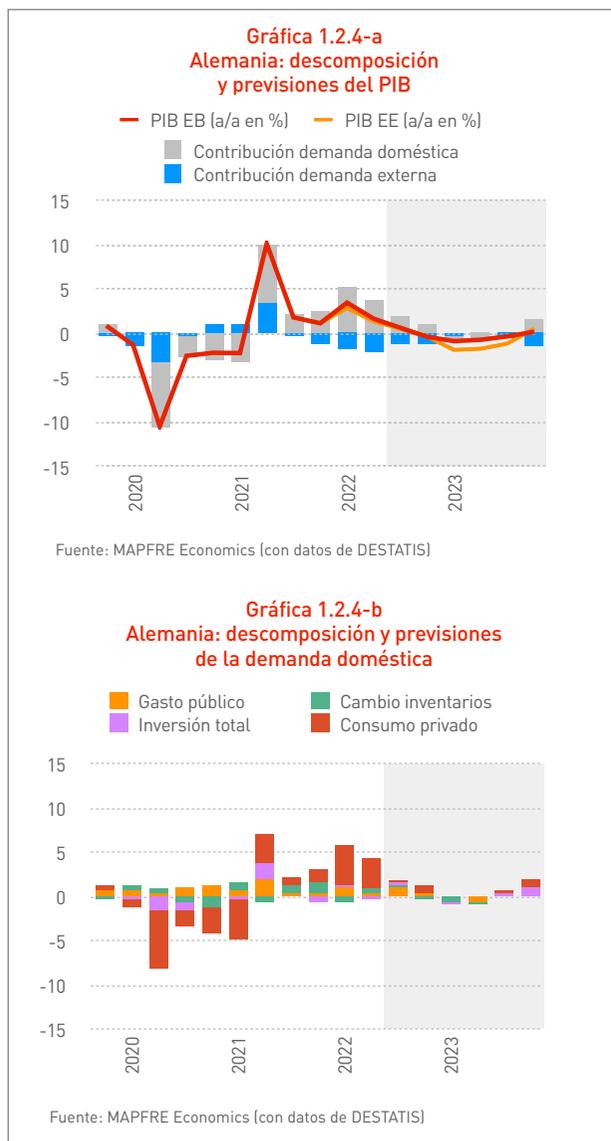
Tabla 1.2.4

Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	3,0	1,0	1,1	-4,1	2,6	1,4	-0,4	1,2	-1,0
Contribución de la demanda doméstica	2,7	1,6	1,7	-3,1	1,9	3,0	0,1	2,9	-0,3
Contribución de la demanda externa	0,3	-0,5	-0,6	-1,0	0,7	-1,6	-0,5	-1,8	-0,7
Contribución del consumo privado	0,9	0,8	0,9	-3,1	0,2	2,2	0,3	2,2	0,1
Contribución de la inversión total	0,7	0,7	0,4	-0,6	0,2	0,1	0,3	0,1	0,1
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,5	0,8	0,8	0,7	-0,1	0,7	-0,1
Consumo privado (% a/a)	1,7	1,5	1,7	-5,9	0,4	4,3	0,5	4,3	0,2
Gasto público (% a/a)	1,7	0,8	2,6	4,0	3,8	3,0	-0,7	3,0	-0,7
Inversión total (% a/a)	3,3	3,4	2,0	-3,0	1,0	0,3	1,3	0,3	0,5
Exportaciones (% a/a)	5,6	2,4	1,3	-10,1	9,5	1,4	1,5	1,4	1,0
Importaciones (% a/a)	5,7	4,1	2,9	-9,1	8,9	5,2	3,2	5,2	2,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,5	5,0	5,0	6,1	5,3	5,6	5,3	5,6	5,5
Inflación (% a/a, media)	1,5	1,7	1,4	0,5	3,1	8,2	6,0	8,1	6,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	2,0	1,2	-0,2	5,1	10,2	0,2	10,2	1,3
Balance fiscal (% PIB)	1,3	1,9	1,5	-4,3	-3,7	-1,5	-2,6	-1,5	-2,9
Balance fiscal primario (% PIB)	2,3	2,8	2,3	-3,7	-3,1	-0,9	-2,0	-0,9	-2,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	7,8	8,1	7,7	6,9	7,5	3,0	2,4	2,9	1,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,00	2,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,17	2,40	2,17	2,01
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,43	0,25	-0,19	-0,58	-0,18	2,15	1,92	2,15	1,80
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	0,98	1,01	0,98	1,00
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	3,2	2,3	4,7	4,3	5,1	5,5	8,5	5,5	7,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,9	9,4	4,5	3,7	3,1	5,5	3,3	5,5	3,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,6	1,9	11,6	10,2	8,5	7,5	1,3	7,5	2,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	10,6	11,2	10,7	16,6	15,3	10,1	9,8	10,1	9,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
 Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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



sión, posiblemente con la primera contracción durante el cuarto trimestre. El sabotaje de los gasoductos que abastecían gas de Rusia ha terminado con cualquier esperanza de reactivación del suministro. De esta forma, parece ser que el racionamiento energético va a ser inevitable, ya que Alemania no tiene la infraestructura para cambiar a un aprovisionamiento vía gas licuado para sustituir todo el que venía por el gasoducto Nordstream 1. El racionamiento del gas afectará tanto a los hogares como a las industrias, y no solo afectará a la cantidad disponible, sino también a los precios que tenderán a mantenerse mucho más elevados. Este aspecto puede tener serias consecuencias para la competitividad de la industria alemana. Adicionalmente, las ayudas del gobierno alemán a sus industrias levantan el problema de competencia justa en el ámbito de la Unión Europea y de países como Italia, con un menor espacio fiscal para implementar las ayudas.

Los índices de gestores de compras (PMIs) están en clara caída, situándose en zona de contracción desde julio, con el compuesto en 45,7, el manufacturero en 47,8, el de servicios en 45,0 y el de la construcción en 41,8 puntos. Los pedidos de fábrica, la producción industrial y los pedidos de exportación se están desacelerando. La confianza del consumidor cae a -42,5 en octubre, el peor registro en toda la serie. Con la incertidumbre existente sobre el suministro energético, las consecuencias seguramente afectarán a los niveles de empleo y, si los costes altos se mantienen por mucho tiempo, podremos asistir a una deslocalización de empresas. En este marco, nuestra estimación de crecimiento para 2022 se ajusta a la baja hasta 1,4% (desde el 1,6% de nuestro informe previo) y la de 2023 hasta -0,4% (desde 1,9%) (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

La inflación, por su parte, alcanzó el 10,4% en octubre, con la armonizada, que permite comparar entre países europeos, en 11,6%, mientras que la inflación "sin energía" se situaba en el 6,0% (en septiembre). Por componentes, los precios de la energía y los alimentos aumentaron un

43,0% y un 20,3%, respectivamente, mientras que los servicios avanzaron un 4,0%.

Los riesgos para la economía alemana provienen principalmente de un posible racionamiento de la energía para la industria que puede provocar la parada forzosa de fábricas; en algunos casos, como los de las industrias siderúrgicas, químicas, de fertilizantes o automóviles, podría tener un elevado impacto en la economía. De mantenerse los costes energéticos elevados, la competitividad de la industria alemana puede verse afectada significativamente. En adición a ello, la inflación, unida a la subida de tipos de interés por parte del BCE, reducirá el poder adquisitivo de las familias y afectará al consumo.

1.2.5 Italia

Los altos costes de la energía arrastrarán a Italia a la recesión en 2023.

El PIB de Italia del segundo trimestre ha crecido un 5,0% a/a (1,1% t/t). El consumo todavía está fuerte gracias al turismo (2,6% t/t), y la inversión (1,1% t/t) y exportaciones crecen (1,6% t/t), aunque las importaciones crecen más debido a los costes de la energía (2,0% t/t). La producción industrial aumenta en julio solo un 0,4% m/m, después de dos meses de caída (-1,2% y -2,0%, en mayo y junio). Los datos de las ventas al por menor de agosto (-0,4% m/m) ya han sido negativos en todas las rúbricas, y la confianza del consumidor está en los nive-

- Un 2022 que arrancó bien, pero que termina con una importante desaceleración.
- La recesión en 2023 parece cada vez más inevitable por los altos costes energéticos.
- El nuevo gobierno hereda un contexto difícil; la sostenibilidad de la deuda vuelve a primera línea de las preocupaciones.

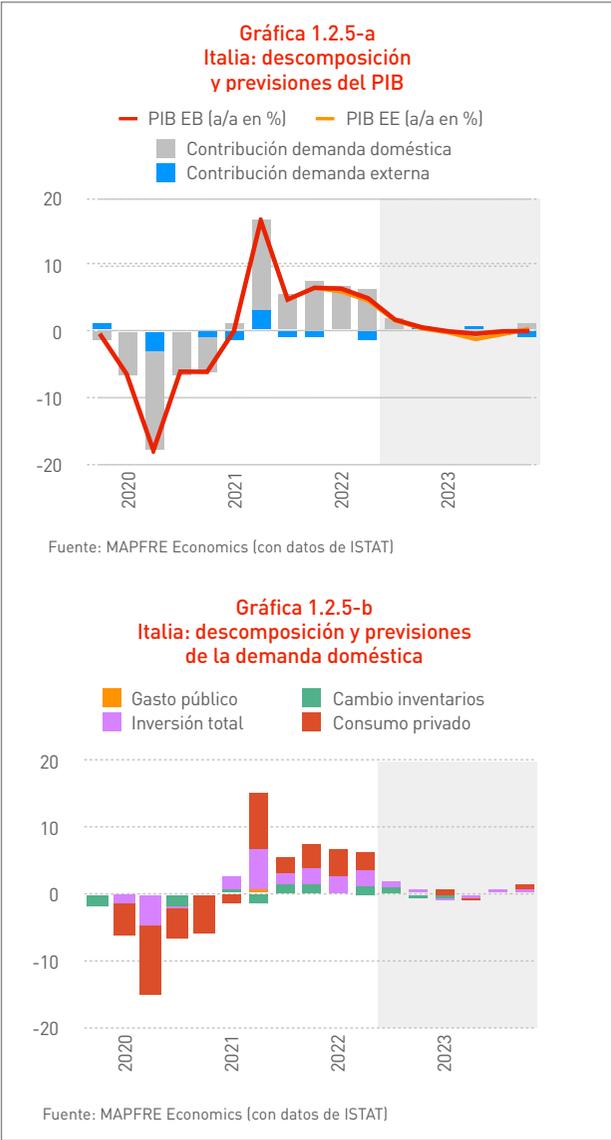
Tabla 1.2.5

Italia: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	1,7	0,8	0,5	-9,1	6,7	3,4	-0,1	3,2	-0,4
Contribución de la demanda doméstica	1,7	1,1	-0,2	-8,2	6,8	3,7	0,1	3,6	-0,6
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,3	0,7	-0,9	-0,1	-0,3	-0,2	-0,5	0,1
Contribución del consumo privado	0,9	0,6	0,1	-6,3	3,1	1,7	0,1	1,7	-0,3
Contribución de la inversión total	0,6	0,5	0,2	-1,5	3,0	1,5	0,2	1,5	0,0
Contribución del gasto público	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,0	0,2	-10,4	5,1	2,9	0,2	2,9	-0,5
Gasto público (% a/a)	-0,1	0,1	-0,6	0,0	1,5	0,5	0,3	0,5	0,3
Inversión total (% a/a)	3,4	2,8	1,2	-8,2	16,5	7,4	1,0	7,3	-0,2
Exportaciones (% a/a)	6,0	1,6	1,8	-14,2	13,5	9,7	0,4	9,7	-0,3
Importaciones (% a/a)	6,6	2,8	-0,5	-12,7	14,8	11,3	-0,2	11,2	-1,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,0	10,5	9,7	9,8	9,0	8,4	8,7	8,4	8,8
Inflación (% a/a, media)	1,2	1,1	0,6	-0,1	1,9	7,8	5,0	8,0	6,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	1,4	0,3	-0,2	3,5	10,2	-0,5	10,7	1,1
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-2,2	-1,5	-9,5	-7,2	-5,2	-4,0	-5,3	-4,4
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,4	1,9	-6,0	-3,6	-1,3	-0,1	-1,3	-0,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,6	2,6	3,4	3,9	3,0	0,0	-0,1	-0,2	-1,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,00	2,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,17	2,40	2,17	2,01
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,00	2,77	1,43	0,52	1,19	4,65	4,05	4,31	3,83
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	0,98	1,01	0,98	1,00
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,2	1,8	2,2	1,2	3,0	3,9	2,5	3,9	1,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,0	-0,5	-0,7	3,3	-0,1	1,5	3,9	1,4	3,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-13,2	25,1	-5,8	-10,9	10,6	5,7	0,1	5,5	-0,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	9,7	9,6	9,5	17,0	14,4	10,5	9,0	10,5	8,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
 Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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



los mínimos de 2020-2021 (durante el confinamiento sanitario). Los índices de gestores de compras (PMIs) siguen empeorando y están todos en territorio de contracción (<50), con el compuesto en 47,6, el manufacturero en 48,3, el de servicios en 48,8 y el de construcción 46,7 puntos.

La generación eléctrica en Italia depende en un 50% del gas y los elevados costes energéticos van a ser un peso para la industria. La competitividad de la industria, a largo plazo, va a depender en gran medida del coste energético. Aun así, el año 2022 todavía registrará un crecimiento razonable para la economía italiana (3,4% a/a), debido al buen arranque de año y a la fortaleza del turismo. No obstante, se espera un cuarto trimestre en clara desaceleración, y un 2023 en el que ya va a ser inevitable la recesión, previéndose una contracción de -0,1% para la totalidad del año (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

Por su parte, la inflación sigue su ascenso hasta 11,9% en octubre, aunque la inflación armonizada, la comparable entre países de la Unión Europea, alcanzó 12,8%. La alimentación sube el 13,1%, en tanto que el precio de la energía aumenta un 73,2%. El desarrollo futuro de la inflación en Italia dependerá de la evolución de los costes energéticos, que se prevé se estabilicen, pero en niveles más altos.

A nivel de riesgos, el más importante para la economía italiana es la subida de rendimiento de los bonos que implicará gradualmente un mayor peso para las cuentas públicas. Si Italia decide ayudar a sus industrias, como lo está haciendo Alemania, esto puede volver a poner presión en el déficit, cuestión que retroalimenta la tensión en el rendimiento de los bonos. Un enfrentamiento con Bruselas por ahora no es el escenario más probable, pero los altos costes energéticos y las ayudas seguirán siendo un obstáculo para la consolidación de las cuentas públicas. El riesgo de fragmentación que el BCE está tratando de evitar (que unos países paguen mucho más que otros por la deuda del gobierno), irá en aumento de mantenerse el contexto actual.

1.2.6 Reino Unido

Nuevo primer ministro para lo que parece ser la recta final del mandato de los conservadores.

La economía de Reino Unido creció en el segundo trimestre solamente un 0,2% t/t (4,4% a/a). El consumo privado aumentó un 0,1% t/t, el consumo del gobierno cayó un -1,5% t/t, la inversión un -1,4% t/t y las exportaciones subieron un 3,6% t/t. A finales de septiembre, el nuevo gobierno presentó un plan de gasto llamado "Mini -presupuesto", articulado mediante una reducción de impuestos y un aumento de gastos que tenía como objetivo impulsar el consumo y evitar el riesgo de recesión. Sin embargo, el plan se dio en un contexto de alta inflación provocado por la crisis energética y las restricciones de oferta, y en un momento en que el Banco de Inglaterra aplica una política contraccionista. Esto provocó una caída de los precios de los bonos y una subida de rentabilidades que puso en apuros todo el sector de fondos de pensiones. Los flujos de inversión salieron en búsqueda de activos seguros (en dólares) y esto provocó la mayor caída de la libra esterlina en mucho tiempo, que se acercó a la paridad con el dólar (1,04 USD/GBP) y obligó al Banco de Inglaterra a intervenir en el mercado de bonos. Una semana más tarde el gobierno retrocedió en su propuesta y la libra se recuperó hasta 1,14 USD/GBP.

- El gobierno tuvo que dar marcha atrás en su plan fiscal al generarse estrés en los mercados de bonos y una caída brusca de la libra esterlina.
- La inflación se acerca al 10% y la crisis energética es muy palpable.
- Se prevé que 2023 sea un año difícil, con una previsión de decrecimiento del PIB en torno al -0,4%.

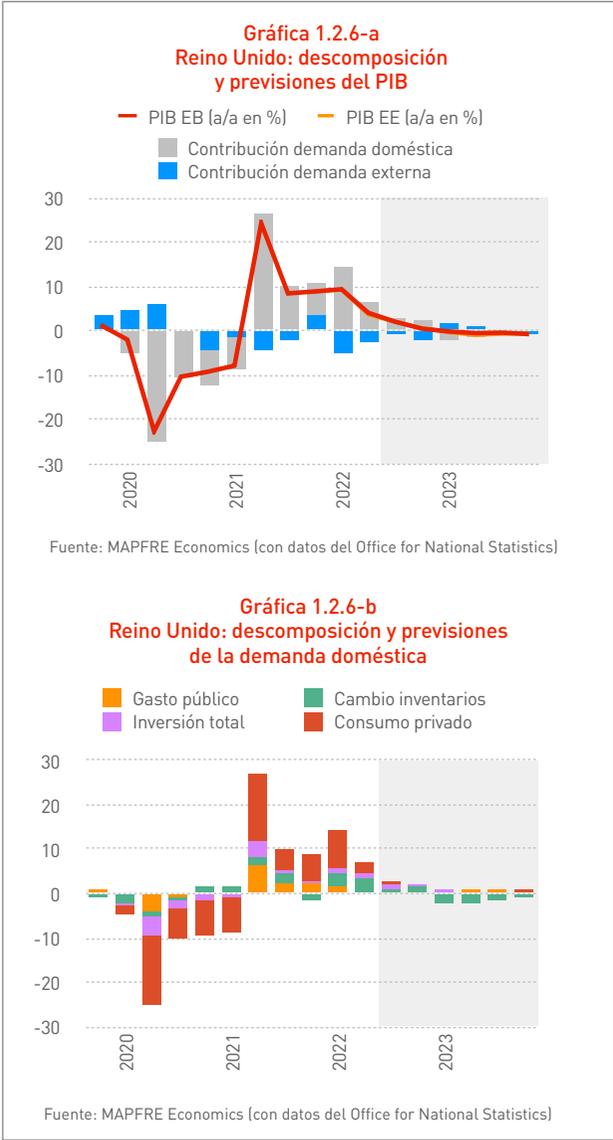
Los índices de gestores de compras (PMIs) de septiembre están todos en contracción, con el compuesto en 48,4, el de servicios en 49,2 y el

Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,4	1,7	1,6	-11,0	7,5	4,0	-0,4	3,9	-0,6
Contribución de la demanda doméstica	2,1	0,8	1,8	-11,9	8,2	6,3	-0,9	6,3	-1,6
Contribución de la demanda externa	1,0	-0,1	-0,3	1,5	-1,0	-2,3	0,5	-2,4	1,0
Contribución del consumo privado	1,2	1,3	0,6	-8,0	3,8	2,9	0,0	2,9	-0,4
Contribución de la inversión total	0,6	0,0	0,3	-1,9	1,0	1,0	0,2	1,0	0,0
Contribución del gasto público	0,1	0,1	0,8	-1,4	2,5	0,3	0,6	0,3	0,6
Consumo privado (% a/a)	1,9	2,1	1,0	-12,9	6,2	4,9	0,1	4,9	-0,7
Gasto público (% a/a)	0,4	0,3	4,1	-7,3	12,6	1,4	3,0	1,4	3,0
Inversión total (% a/a)	3,5	-0,2	1,9	-10,5	5,6	5,5	1,2	5,4	0,2
Exportaciones (% a/a)	6,8	3,1	1,7	-12,1	-0,3	6,8	5,0	6,8	4,7
Importaciones (% a/a)	3,3	3,3	2,6	-16,0	2,8	14,0	0,9	14,0	0,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,4	4,0	3,8	5,2	4,0	3,9	4,6	3,9	4,8
Inflación (% a/a, media)	2,7	2,5	1,8	0,9	2,6	8,9	6,5	9,1	7,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,0	2,3	1,4	0,6	4,9	10,1	3,1	10,5	3,6
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-2,2	-2,5	-13,1	-8,2	-5,9	-9,1	-5,9	-9,5
Balance fiscal primario (% PIB)	0,5	0,5	-0,1	-11,0	-5,4	-1,0	-4,2	-1,0	-4,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,6	-4,1	-2,8	-3,2	-2,0	-5,6	-3,5	-5,7	-4,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,75	0,75	0,00	0,25	3,75	4,25	3,75	4,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,52	0,91	0,79	0,03	0,26	3,50	3,70	4,10	4,35
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,19	1,27	0,83	0,20	0,97	4,10	3,70	4,50	4,16
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,35	1,28	1,32	1,36	1,35	1,10	1,12	1,10	1,12
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,13	1,11	1,18	1,11	1,19	1,12	1,11	1,12	1,12
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	3,7	2,8	2,0	2,3	3,3	3,3	2,9	3,3	2,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	10,4	2,1	1,2	9,4	-6,3	2,6	1,7	2,6	1,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,6	9,4	2,0	12,1	-4,3	3,9	2,0	4,0	2,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	5,1	5,1	5,4	15,9	12,5	6,7	6,2	6,6	5,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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



manufacturero en 48,4 puntos. Las ventas al por menor cayeron en agosto un -1,6% m/m, pero a nivel interanual se han reducido en un -5,4%. La producción industrial está cayendo desde hace meses, aunque el nivel interanual todavía es positivo (1,1% a/a en julio). Por su parte, la confianza del consumidor (GFK) lleva ya varios meses empeorando (-49 en septiembre). En este entorno, nuestra estimación de crecimiento se sitúa en 4,0% para 2022 y rebajamos al -0,4% la de 2023 (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

Por otra parte, la inflación en agosto alcanzó los 9,9%, con la subyacente al 6,3%. La alimentación sube un 10,8% y los suministros al hogar suben un 20,0%, con un aumento del 70% en electricidad, gas y otros combustibles, haciendo muy palpable la crisis energética. El transporte sube un 12% (vuelos 40%), y los hoteles y restaurantes un 8,7%. Se espera que la inflación se sitúe por encima del 10% en el cuarto trimestre y que se empiece a moderar en 2023, aunque más lentamente de lo previamente esperado.

El Banco de Inglaterra, subió los tipos de interés en 50 pbs hasta 2,25% en su reunión de septiembre, en línea con los demás bancos centrales, con el objetivo de controlar la inflación. A raíz del evento de *risk off* producido por el “Mini-presupuesto”, que provocó estrés en el sector de fondos de pensiones, el Banco de Inglaterra ha procedido a la compra de 100 millardos de libras esterlinas en bonos.

El riesgo principal para la economía de Reino Unido es la entrada en recesión. La intervención del banco central evitó males mayores y la libra se volvió a estabilizar. No obstante, la crisis energética y la subida de la inflación generalizada es un riesgo que viene para quedarse a la espera de que las tensiones geopolíticas se reduzcan. La reorientación hacia fuentes de energía alternativas es un plan de medio plazo. El país está también sufriendo los impactos de haber salido de la Unión Europea, que son múltiples y aún difíciles de valorar de forma integral. El 24 de octubre, el partido conservador eligió a Rishi Sunak para primer ministro, en

sustitución de Liz Truss. El mandato actual será hasta finales de 2024, después del cual, según las encuestas, se espera que vuelva el partido laborista.

1.2.7 Japón

El yen sigue su caída y el margen de maniobra del Banco de Japón para evitarlo es limitado.

La economía japonesa creció un 1,6% a/a (0,9% t/t) en el segundo trimestre del 2022, con el consumo privado creciendo un 2,5% y las exportaciones un 2,7%. La caída del yen frente a las demás monedas, pero especialmente contra el dólar (144,7 JPY/USD), va a agravar el coste de las importaciones, aunque es especialmente la magnitud de la depreciación lo que tiene preocupado al gobierno y al banco central. La balanza por cuenta corriente ha reducido su superávit (1,75% del PIB desde 2,3%), por el aumento de los costes de importación. El gobierno está intentando limitar el efecto de un yen más débil sobre la inflación con ayudas a los combustibles de automoción y aviación, un tope al precio de la electricidad y la congelación del precio del trigo importado. El gobierno espera superar este periodo de debilidad del yen ampliando las ayudas, expandiendo medidas fiscales, incluyendo ayudas directas a los ciudadanos.

Las ventas al por menor se están deteriorando (-0,1%), excepto en la alimentación (+2,0%). Por su parte, las ventas de automóviles caen un -13,3% en agosto, en tanto que la confianza de los consumidores ha

- El Banco de Japón solo podría endurecer los tipos de interés si los salarios empiezan a subir.
- La debilidad del yen proviene del efecto del diferencial de tipos de interés con Estados Unidos.
- Las importaciones cada vez más caras tendrán impacto en los precios.

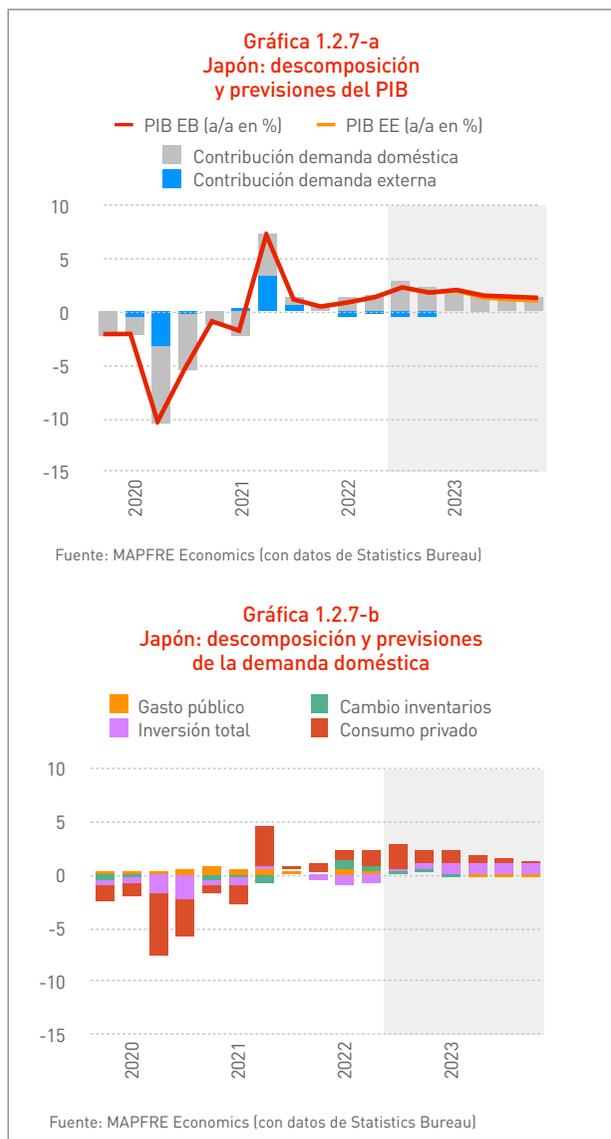
Tabla 1.2.7

Japón: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	1,7	0,6	-0,4	-4,6	1,7	1,6	1,6	1,6	1,4
Contribución de la demanda doméstica	1,2	0,6	0,1	-3,8	0,7	2,0	1,6	2,0	1,3
Contribución de la demanda externa	0,6	0,0	-0,5	-0,9	1,1	-0,4	0,0	-0,4	0,1
Contribución del consumo privado	0,6	0,1	-0,3	-2,9	0,7	1,5	0,7	1,5	0,5
Contribución de la inversión total	0,4	0,1	0,1	-1,3	-0,3	-0,2	0,9	-0,2	0,9
Contribución del gasto público	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5	0,3	-0,1	0,3	-0,1
Consumo privado (% a/a)	1,1	0,2	-0,5	-5,2	1,3	2,9	1,2	2,9	1,0
Gasto público (% a/a)	0,1	1,0	1,9	2,3	2,1	1,4	-0,4	1,4	-0,4
Inversión total (% a/a)	1,7	0,6	0,5	-5,0	-1,3	-0,9	4,0	-0,9	3,6
Exportaciones (% a/a)	6,6	3,8	-1,4	-11,7	11,9	3,8	3,0	3,8	2,8
Importaciones (% a/a)	3,3	3,8	1,1	-6,8	5,1	5,8	2,9	5,8	2,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,7	2,4	2,3	3,0	2,7	2,5	2,3	2,5	2,4
Inflación (% a/a, media)	0,5	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,2	1,5	2,3	2,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,6	0,9	0,5	-0,9	0,5	2,8	0,5	2,9	0,9
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-2,5	-3,0	-9,0	-6,2	-7,1	-4,7	-7,1	-4,9
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)	4,2	3,5	3,4	2,9	2,9	1,2	2,9	1,1	2,1
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	0,07	0,08	0,07	-0,01	-0,01	0,07	0,07
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,05	0,01	-0,02	0,04	0,09	0,22	0,22	0,25	0,07
Tipo de cambio vs USD (final período)	112,90	110,83	109,12	103,54	115,00	145,44	137,43	145,51	138,91
Tipo de cambio vs Euro (final período)	135,40	126,90	122,59	127,05	130,25	142,66	138,48	142,60	138,91
Crédito privado (% a/a, media)	4,4	2,6	1,8	5,2	3,1	1,7	0,5	1,7	0,5
Crédito familias (% a/a, media)	2,2	2,5	2,2	3,1	3,6	0,9	0,2	0,9	-0,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,6	2,4	3,6	7,9	3,2	0,9	0,0	0,9	0,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,0	6,3	2,9	17,1	7,3	10,4	-0,2	10,5	0,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	1,6	1,8	3,2	12,1	7,1	1,9	1,4	1,8	1,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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



recuperado solo la mitad de lo que perdió en 2020, (sigue muy negativa, en -50,7), y los indicadores adelantados apuntan a un pequeño deterioro. Los índices de gestores de compras (PMIs) de septiembre se situaron en 50,9 puntos el compuesto, 51,0 el manufacturero y 51,9 el de servicios, aún en territorio de expansión. Los índices de condiciones de negocio Tankan, muestran una situación actual en positivo, pero revelan una mayor preocupación sobre el futuro. En este contexto, consideramos que el crecimiento del tercer y cuarto trimestres del año todavía se benefician de una cierta inercia positiva, aunque el crecimiento tenderá a desacelerarse en 2023. Por ello, situamos nuestras estimaciones de PIB en 1,6% en 2022 y en 2023 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

La inflación, por su parte, ha llegado al 3,0% en septiembre, con la subyacente en 1,8%, que son valores altos para un país habituado a estar al borde de la deflación. La presión se verifica principalmente en los alimentos (4,2%), y la energía (16,9%) con la electricidad (21,5%), el gas (19,4%) y otros combustibles (18,4%). Los precios al productor para bienes terminados crecieron un 11,4% (aunque el dato más reciente es de abril), muy por debajo de otros países inmersos más directamente en la crisis energética, como en Alemania (45%).

El Banco de Japón, en su reunión de septiembre, mantuvo los tipos de interés en negativo en -0,10%. El gobernador ha sostenido que, al menos hasta el fin de su mandato (en abril próximo), no habrá subidas de tipos; el banco central solo daría inicio a las subidas de tipos de interés cuando las expectativas de inflación a más plazo se empiecen a notar por medio de aumentos en los salarios, dejando atrás las tendencias deflacionarias provocadas por el envejecimiento demográfico.

Actualmente, el mayor riesgo para la economía japonesa es la debilidad de la moneda, ya que esta puede presionar al alza a la inflación. A pesar del efecto sobre la moneda de los diferenciales de tipos de interés (especialmente respecto a los Estados Unidos), el Banco de Japón mantuvo tipos de interés en su reunión del 22 de septiembre. En

contrapartida, el Ministerio de Finanzas hizo la mayor intervención en el tipo de cambio desde 1991, con una mega compra de yenes equivalente a 25 millardos de dólares; movimiento insuficiente para afectar de forma significativa el valor del tipo de cambio ante los enormes volúmenes del mercado.

1.2.8 Turquía

La balanza por cuenta corriente empeora y el entorno hiperinflacionista se profundiza.

La economía de Turquía creció un 7,6% a/a en el segundo trimestre de 2022, por encima de lo esperado. El consumo privado aumenta (22,4% a/a), las exportaciones crecen al 16% en el segundo trimestre (13% en agosto), y las importaciones se disparan al 40% debido a la debilidad de la moneda y la fuerte demanda de los consumidores que desde mayo se viene desacelerando. La encuesta de gestores de compras (PMI) de septiembre sigue en terreno negativo desde marzo, anunciando una desaceleración manufacturera para los próximos meses.

Asimismo, la encuesta de servicios y comercio al por menor empezó a empeorar a partir de junio con registros negativos mes a mes.

- La actividad económica se mantuvo fuerte en el primer semestre, pero comienza a debilitarse en el segundo semestre.
- La inflación ya está por encima del 80% y los precios al productor se sitúan en el 143%, con la subyacente al 66%.
- El banco central sigue actuando a contracorriente, bajando los tipos de interés hasta el 12%.
- Un déficit por cuenta corriente que se extienda por mucho tiempo puede generar problemas mayores.

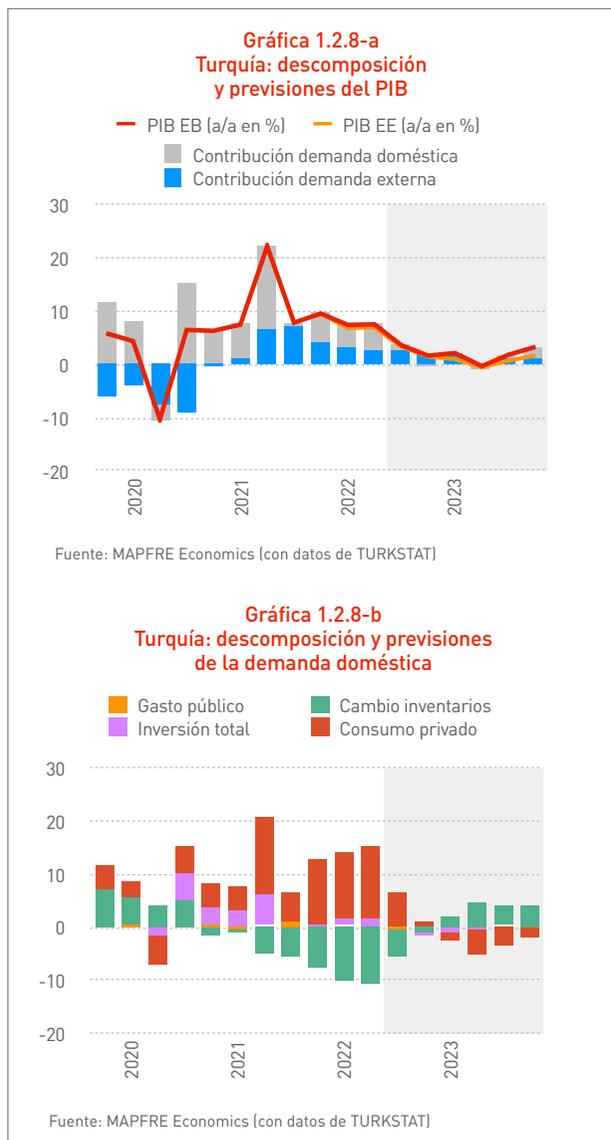
Tabla 1.2.8

Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	7,5	3,0	0,8	1,9	11,4	4,8	1,8	4,7	0,8
Contribución de la demanda doméstica	7,3	-0,6	-1,4	7,0	6,6	2,2	0,7	2,2	0,3
Contribución de la demanda externa	0,2	3,6	2,2	-5,0	4,8	2,7	1,1	2,5	0,5
Contribución del consumo privado	3,6	0,3	0,9	1,9	9,1	8,0	-2,7	8,0	-3,0
Contribución de la inversión total	2,4	-0,1	-3,6	1,8	1,9	0,3	-0,4	0,3	-0,5
Contribución del gasto público	0,7	0,9	0,5	0,4	0,4	0,0	0,3	0,0	0,3
Consumo privado (% a/a)	5,9	0,6	1,5	3,3	15,3	13,0	-4,0	12,9	-4,5
Gasto público (% a/a)	5,0	6,5	3,8	2,5	2,6	0,3	2,3	0,3	2,3
Inversión total (% a/a)	8,3	-0,2	-12,5	7,4	7,4	1,3	-1,6	1,3	-2,0
Exportaciones (% a/a)	12,4	8,8	4,2	-14,4	24,9	12,7	3,5	12,7	3,4
Importaciones (% a/a)	10,6	-6,2	-5,0	6,7	2,4	1,8	2,5	1,8	1,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,3	12,3	13,3	12,9	11,0	10,9	10,6	10,9	10,7
Inflación (% a/a, media)	11,1	16,3	15,2	12,3	19,6	72,1	42,0	73,1	51,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	12,3	22,4	10,3	13,5	25,8	78,5	34,2	79,9	41,4
Balance fiscal (% PIB)	-1,6	-1,9	-2,9	-3,5	-2,7	-1,8	-2,0	-1,7	-1,9
Balance fiscal primario (% PIB)	0,2	0,0	-0,6	-0,8	-0,2	0,1	-0,5	0,2	-0,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-2,8	0,7	-5,0	-1,7	-6,3	-2,1	-6,7	-3,9
Tipo de interés oficial (final período)	12,75	24,00	11,50	17,00	14,00	12,50	17,25	12,00	12,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	14,61	24,07	10,76	17,53	15,63	13,00	12,00	13,63	13,63
Tipo de interés a 10 años (final período)	11,72	16,53	11,95	12,51	22,99	13,00	11,40	11,53	11,38
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,79	5,29	5,95	7,44	13,32	19,40	20,75	19,39	20,92
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,55	6,06	6,68	9,11	15,23	19,03	20,91	19,00	20,92
Crédito privado (% a/a, media)	20,9	20,2	8,4	30,1	23,9	53,4	25,5	53,3	25,3
Crédito familias (% a/a, media)	17,5	9,8	3,3	41,8	20,3	23,9	15,0	23,8	14,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	21,8	18,2	5,5	29,0	23,2	46,6	29,0	46,5	28,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	27,2	25,1	18,3	21,2	31,5	101,6	38,8	100,9	36,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	32,3	32,0	30,4	20,9	22,7	3,9	2,5	3,9	2,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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



A pesar de los tipos de interés reales negativos, y por tanto facilidades de financiación, la debilidad de la moneda (y consecuentemente la inflación en los productos importados) va a empezar a afectar el consumo privado. Después de un primer semestre con buen comportamiento de la actividad, en el segundo ya se nota claramente la desaceleración. En este contexto, nuestra estimación de crecimiento para 2022 se ha revisado al alza hasta 4,8%, desde el 3,3% de nuestro anterior informe, y para 2023 lo rebajamos al 1,8% desde el 2,0% previo (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, esta alcanzó un 83,5% en septiembre, destacando alimentos (92,8%), vivienda (84,7%), restaurantes y hoteles (81,3%), transporte (117,7%) y combustibles (182%). La inflación subyacente (66,0%) y los precios al productor (143%) muestran que la inflación se va a anclar en niveles más altos por más tiempo. La lira turca, con un tipo de cambio superior a 18,6 TRY/USD y 18,4 TRY/EUR, prosigue su tendencia a depreciarse. En la reunión de octubre, el Banco Central de Turquía ha rebajado los tipos de interés (Repo a 1 semana) en 150 pbs hasta el 10,50%. A pesar de que los tipos bajan, la política macroprudencial sigue siendo estricta para mantener la expansión crediticia controlada. El déficit de la balanza por cuenta corriente se amplió casi al -4,0% del PIB en el segundo trimestre del año, lo que se puede volver problemático si persiste en el tiempo.

Los principales riesgos para la economía de Turquía son el deterioro de la balanza por cuenta corriente que, en caso extremo, podrán degenerar en crisis de balanza de pagos. Con la alta inflación y la moneda perdiendo valor, existe el riesgo de que los ciudadanos vuelvan a querer dolarizar sus depósitos. Por el momento, se mantienen los incentivos del gobierno a mantener los depósitos en moneda local a cambio de una garantía de recibir el diferencial. Asimismo, la política de bajar tipos de interés en un entorno inflacionario, tanto local como globalmente, mientras el resto del mundo los está subiendo, constituye claramente un factor de alto riesgo.

1.2.9 México

Resistiendo bien en 2022, pero 2023 se vislumbra más difícil.

La economía mexicana creció un 2,0% a/a (0,9% t/t) en el segundo trimestre del año, con el consumo privado ya en contracción a nivel inter-trimestral, -1,4% t/t (3,5% a/a), igual que las exportaciones (-0,2% t/t, 9,8% a/a); los tipos de interés más altos, la inflación persistente y la contracción económica en Estados Unidos, estarán entre los principales factores para ello. La producción industrial creció (2,7% a/a), notándose desaceleración en la construcción y fabricación textil. En las ventas al por menor, que en agregado crecen (5,7% en julio), ya presentan una contracción en la alimentación (-5,8%) y en bienes duraderos del hogar (-1,9%), mientras que las ventas de textiles se mantienen (14,7% a/a).

- La alta inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras empeoran perspectivas económicas.
- Las condiciones de desaceleración económica global y local se manifestarán en 2023 a través del deterioro de la demanda externa.
- A pesar de que México está mejor posicionado que otros para resistir la crisis energética, la incertidumbre local sigue limitando el dinamismo de la inversión privada.

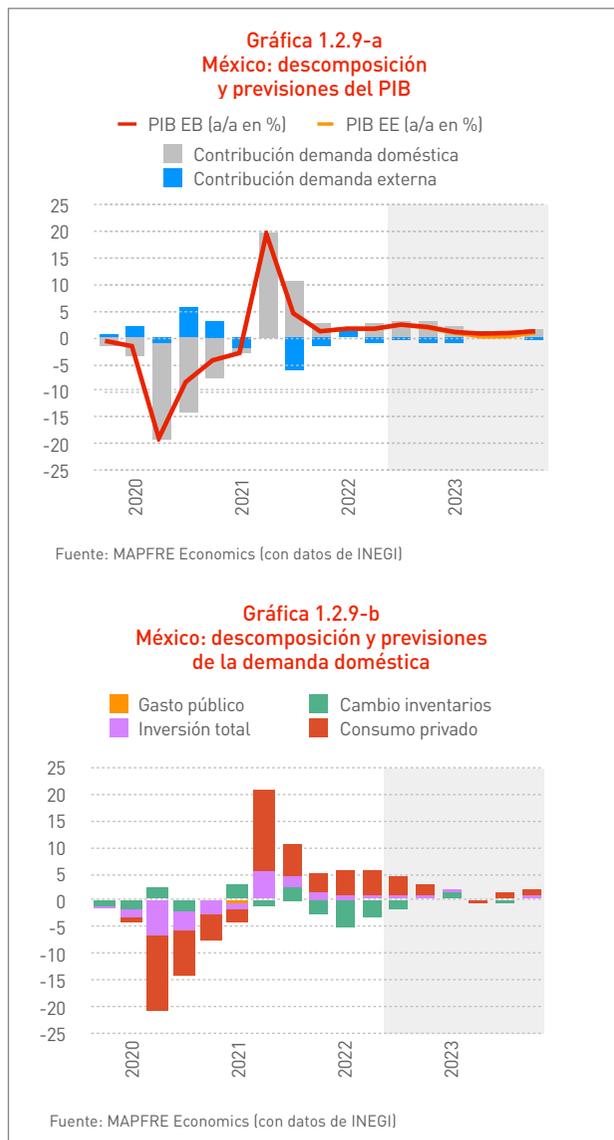
Referente a encuestas que ayudan a prever el desempeño económico, la expectativa de pedidos de fábrica se sitúa en 51,2 positivo y la confianza de las empresas está ahora solo marginalmente en positivo (50,1). El índice de gestores de compras del sector manufacturero (PMI) de septiembre recupera hasta los 50,3 puntos, desde los 48,5 de agosto. Asimismo, la producción de automóviles se está recuperando, reflejando una mejora en las cadenas de suministro, mientras que las ventas están en una tendencia decreciente desde hace 6 años. En este contexto, nuestra nueva previsión de crecimiento para la economía mexicana mejora ligeramente

Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 (e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,3	2,2	-0,2	-8,2	5,0	2,0	1,0	1,9	0,6
Contribución de la demanda doméstica	3,2	2,4	-1,0	-10,8	7,4	2,4	1,1	2,3	0,1
Contribución de la demanda externa	-0,9	-0,2	0,8	2,6	-2,4	-0,4	-0,1	-0,4	0,5
Contribución del consumo privado	2,2	1,7	0,2	-7,1	5,1	3,7	0,4	3,7	-0,3
Contribución de la inversión total	-0,2	0,2	-1,0	-3,4	1,7	0,9	0,4	0,9	0,1
Contribución del gasto público	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3
Consumo privado (% a/a)	3,4	2,6	0,4	-10,5	7,7	5,5	0,5	5,5	-0,4
Gasto público (% a/a)	0,7	2,8	-1,8	-0,2	1,0	1,6	2,5	1,6	2,5
Inversión total (% a/a)	-1,1	0,8	-4,7	-17,8	9,5	4,8	2,0	4,8	0,6
Exportaciones (% a/a)	4,1	5,9	1,5	-7,2	6,8	7,6	2,3	7,5	1,4
Importaciones (% a/a)	6,8	6,4	-0,7	-14,1	14,1	8,3	2,0	8,2	0,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,3	3,3	3,4	4,5	3,7	3,6	3,5	3,6	3,8
Inflación (% a/a, media)	6,0	4,9	3,6	3,4	5,7	8,0	5,4	8,0	6,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,6	4,8	2,9	3,5	7,0	8,3	4,1	8,3	5,1
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-2,0	-1,7	-2,8	-2,9	-3,0	-2,6	-3,0	-2,9
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	0,6	1,1	0,1	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,7	-2,0	-0,3	2,5	-0,4	-1,0	-0,9	-1,1	-1,8
Tipo de interés oficial (final período)	7,25	8,25	7,25	4,25	5,50	10,50	10,00	10,50	9,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,66	8,63	7,45	4,47	5,86	9,45	9,10	10,75	9,25
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,66	8,70	6,84	5,23	7,57	9,70	9,40	10,60	8,89
Tipo de cambio vs USD (final período)	19,67	19,65	18,93	19,88	20,50	20,51	20,88	20,52	21,25
Tipo de cambio vs Euro (final período)	23,59	22,50	21,26	24,40	23,22	20,12	21,04	20,11	21,25
Crédito privado (% a/a, media)	12,1	10,4	8,9	5,2	-1,0	8,3	8,7	8,1	6,9
Crédito familias (% a/a, media)	9,9	8,4	6,2	1,6	4,4	8,1	5,6	8,1	4,6
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)	1,7	-0,8	6,2	3,7	18,3	7,9	14,8	7,7	13,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	10,7	12,3	16,4	22,0	22,5	18,8	14,6	18,8	14,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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



el crecimiento en 2022 al 2,0%, mientras que en 2023 se prevé el 1,0% (-0,9 puntos porcentuales respecto a nuestro informe previo (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Por otra parte, la inflación sigue su escalada situándose en 8,7% en septiembre, con la subyacente en 8,3%; la alimentación sube un 14,8%, hoteles y restaurantes un 10,9%, servicios un 5,5% y energía un 8,1%. El Banco de México, en su reunión de septiembre, subió los tipos de interés de política monetaria en 75 pbs, hasta el 9,25%, afirmando que su tasa de inflación objetivo es el 3%, e indicó que en las próximas reuniones las subidas al alza serán valoradas en función de las circunstancias en ese momento.

El riesgo para el crecimiento de la economía mexicana se centra en la desaceleración de la demanda interna y externa, por la alta inflación y por las condiciones financieras más restrictivas, así como en la incertidumbre en materia de política económica que lastra el dinamismo de la inversión. Por el lado positivo, está la normalización de las cadenas de suministro y cierto impulso originado por el inicio de la relocalización de las industrias a una mayor proximidad con Estados Unidos.

1.2.10 Brasil

Un desempeño económico mejor de lo esperado en 2022, pero ya se prevé la desaceleración para 2023.

En el segundo trimestre de 2022, la economía brasileña creció un 3,2% a/a (1,2% t/t), y se estima que lo siga haciendo en el tercer trimestre. El consumo privado se mantiene fuerte (5,3%) y la inversión resiste a la crisis (1,6%), mientras que las exportaciones ya notaron el enfriamiento del contexto internacional (-4,8%). La economía brasileña está sorprendiendo positivamente en este 2022. A principio de año, el crecimiento del PIB se estimaba en torno al 0,5%, pero el desempeño en lo que va de año ha

hecho elevar la estimación al 2,7%. De cara a los próximos trimestres, se prevé que la producción industrial sufra por los costes energéticos, pero en menor medida que en Europa (de hecho, en agosto subió 2,8%). El indicador de confianza de la industria (Fundación Getulio Vargas) fue negativo en septiembre (-6,8), y las encuestas a los gestores de compras (PMIs) de septiembre, aunque empeoran, siguen en terreno positivo: el compuesto en 51,9, el manufacturero en 51,1 y el de servicios en 51,9 puntos.

De esta forma, aunque el cierre del 2022 vaya a ser mejor de lo esperado, estimamos una desaceleración en el último trimestre del año y en el primero del próximo, con crecimientos intertrimestrales negativos. Los altos costes energéticos, la inflación y las condiciones financieras más restrictivas inevitablemente pasarán factura al desempeño económico de Brasil de 2023, por lo que esperamos se desacelere el crecimiento al 0,9% (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

Por lo que se refiere a la inflación, ya empieza a dar señales de moderación al bajar tres meses consecutivos, desde un máximo de 11,9% en junio hasta el 7,2% en septiembre (-0,3% m/m, IPCA general). Las partidas con mayores subidas de precios siguen siendo alimentación (11,7%), bienes para el hogar (11,5%) y vestuario (19,2%), mientras que los combustibles fueron la partida que más hizo bajar el IPC (-17,0%).

El banco central (BCB), en su reunión de octubre, ha mantenido los tipos de interés SELIC en 13,75%. El comité considera que hay riesgos en ambos sentidos y que las decisiones futuras dependen del escenario de

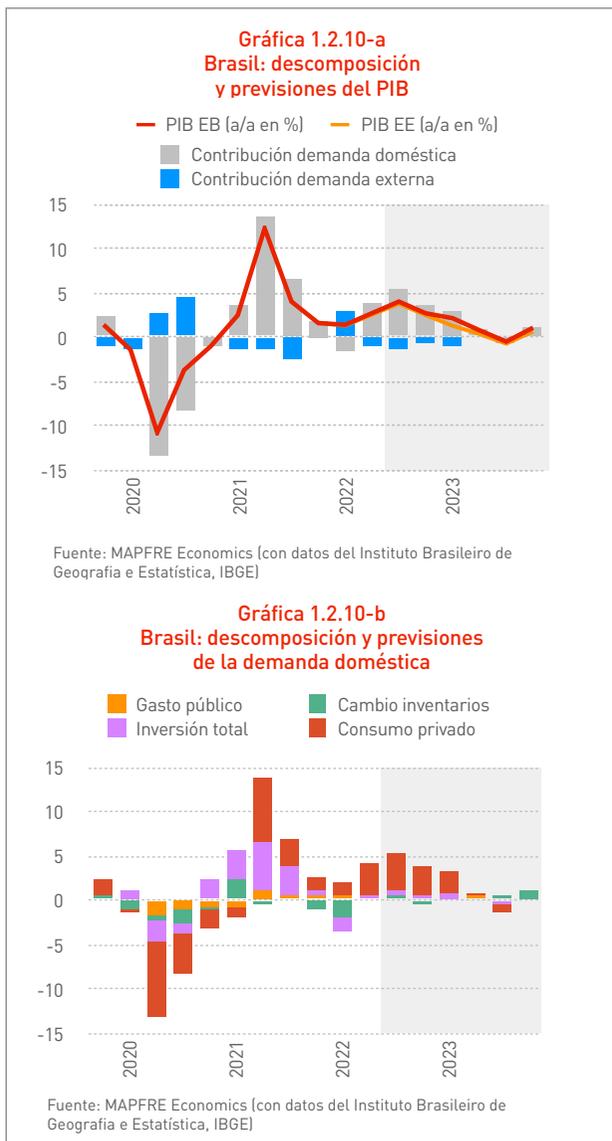
- Se revisa al alza la estimación de crecimiento económico para 2022.
- Para 2023, sin embargo, las expectativas son de una fuerte desaceleración.
- Brasil es una economía menos correlacionada con Estados Unidos y Europa, aunque le afecta la energía más cara y las condiciones financieras globales más restrictivas.

Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	1,6	1,7	1,2	-4,2	4,9	2,7	0,9	2,6	0,4
Contribución de la demanda doméstica	2,0	2,3	1,8	-5,7	6,2	2,8	1,0	2,8	0,8
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,6	-0,6	1,5	-1,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4
Contribución del consumo privado	1,3	1,6	1,8	-3,8	2,5	3,2	0,4	3,2	0,3
Contribución de la inversión total	-0,4	0,8	0,7	-0,1	3,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0
Contribución del gasto público	-0,1	0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,9	2,4	2,6	-5,5	3,6	4,7	0,6	4,7	0,5
Gasto público (% a/a)	-0,7	0,8	-0,5	-4,5	2,0	1,6	1,4	1,6	1,4
Inversión total (% a/a)	-2,6	5,2	4,0	-0,5	17,3	-0,6	0,2	-0,6	-0,2
Exportaciones (% a/a)	5,3	3,5	-2,5	-2,3	6,4	2,4	1,3	2,4	0,9
Importaciones (% a/a)	7,3	6,9	1,3	-10,3	13,0	-0,4	3,5	-0,4	3,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,9	11,7	11,1	14,2	11,1	9,1	8,4	9,1	8,4
Inflación (% a/a, media)	3,4	3,7	3,7	3,2	8,3	9,0	5,7	9,8	7,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,8	4,1	3,4	4,3	10,5	6,7	5,5	7,3	7,2
Balance fiscal (% PIB)	-7,8	-7,0	-5,8	-13,6	-4,4	-4,8	-6,4	-4,9	-6,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,7	-1,5	-0,8	-9,4	0,7	0,8	-0,7	0,8	-0,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,1	-2,7	-3,5	-1,7	-1,7	-1,7	-2,0	-1,8	-2,3
Tipo de interés oficial (final período)	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	10,75	13,75	11,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6,90	6,40	4,40	1,90	9,15	11,60	10,75	13,65	11,65
Tipo de interés a 10 años (final período)	10,21	9,24	6,81	6,98	10,31	11,80	11,05	12,50	11,53
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,41	5,44	5,39	5,32
Tipo de cambio vs Euro (final período)	3,97	4,44	4,53	6,38	6,32	5,30	5,48	5,28	5,32
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4,7	7,0	10,8	10,1	17,7	17,6	8,0	17,6	7,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	17,4	16,4	15,8	19,0	22,3	17,0	16,3	17,0	16,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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



desinflación buscada y la evolución de los precios en materias primas, pero también de la suavización de las fluctuaciones en la actividad económica y en el empleo. Con la inflación moderándose, el BCB tendrá espacio para bajadas de tipos de interés en 2023.

Los riesgos para la economía brasileña son a la baja y se centran en: una subida de precios en materias primas; una desaceleración más rápida de lo esperado en la actividad económica; la reversión de los apoyos a la economía activados en los últimos dos años; la continuación de las presiones inflacionarias y menor actividad global y, a más medio plazo, el equilibrio de las cuentas públicas. Por el lado positivo, Brasil es una economía menos abierta que los países occidentales y puede, por ello, estar algo más aislada de la crisis que se espera en la economía global.

1.2.11 Argentina

La actividad económica en 2022 se mantiene razonablemente bien, pero el panorama hacia adelante se complica.

En el segundo trimestre del año, la economía argentina creció un 6,9% a/a (1,0% t/t), con el consumo aumentando un 10,7%, el consumo público un 5,3%, la inversión un 18,8%, las exportaciones un 9,3%, y las importaciones un 23,1%. Estos indicadores sorprendentemente fuertes están asociados a un comportamiento que se ve alterado por las altas expectativas de inflación que hacen que las decisiones de consumo e in-

- **El crecimiento de la economía en 2022 ha sido mejor de lo esperado, pero ya se anticipa la desaceleración en 2023.**
- **Las expectativas de inflación empeoran, más aún por la fortaleza del dólar.**
- **La acumulación de desequilibrios macroeconómicos puede, en el medio plazo, volver a producir inquietud cuanto a la solvencia soberana.**

versión se anticipen. Así, las ventas al por menor siguen fuertes (55% a julio) y eso está por detrás del indicador fuerte del consumo. Las ventas de coches se han estabilizado, aunque en niveles muy inferiores a los de 2018, en tanto que la producción industrial crece al 7,3% y la construcción lo hace un 7,3% a/a, lo que se confirma con el indicador de ventas de cemento que ha crecido un 6,9% respecto al mes anterior. En este contexto, hemos ajustado al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB argentino para 2022 al 3,7% (desde el 2,8% de nuestro informe previo) a partir del buen desempeño en lo que va de año, pero prevemos una desaceleración importante para 2023 hasta el 0,9% (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

La inflación, por su parte, se ha situado en un 83,0% en septiembre, con la subyacente en 82,3%, y la expectativa para los próximos trimestres es de mantenerse alta. La subida de precios se está verificando en todos los segmentos, incluyendo alimentos, ropa, transporte, ocio y cultura. La rúbrica de electricidad, gas y agua (58,6%) sube menos al tener precios regulados. La encuesta mensual de expectativas realizada por el banco central en mayo apunta a que la inflación a finales de 2022 se situará en torno al 100,3% (5,3 pp por encima de la encuesta del mes anterior), con la subyacente en 99,2%. Así, nuestra estimación para 2022 también se ha revisado al alza, en vista de los datos más recientes y a la reducción de los subsidios a la energía. De esta forma, para 2023 se espera que la inflación se mantenga alta, pero moderándose ligeramente, para alcanzar un 81,0% de promedio en el año.

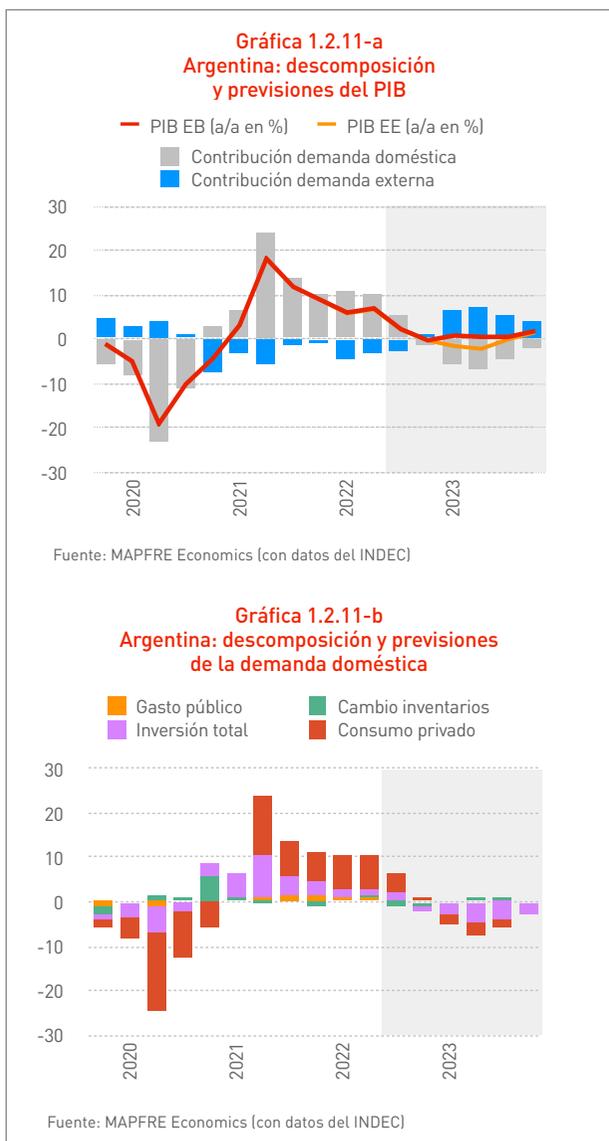
En la reunión de octubre, el banco central mantuvo los tipos de interés de referencia LELIQ a 28 días en 75,00%, situándose casi al doble de lo que estaban a principio de año. Esto se debe a un deterioro de los datos de inflación y también de las expectativas. En este marco, el peso argentino sigue depreciándose, pero con el agravante de que el dólar está muy fuerte contra todas las demás monedas y ya ha superado la barrera de los 154 pesos /USD.

Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,8	-2,6	-2,0	-9,9	10,4	3,7	0,9	3,6	-0,6
Contribución de la demanda doméstica	6,4	-4,1	-9,5	-10,3	13,3	6,1	-4,8	6,1	-5,1
Contribución de la demanda externa	-3,6	1,5	7,5	0,3	-2,9	-2,4	5,7	-2,4	4,4
Contribución del consumo privado	3,0	-1,7	-4,6	-9,8	6,8	5,1	-1,9	5,1	-2,1
Contribución de la inversión total	2,5	-1,2	-3,2	-2,2	5,6	1,0	-3,4	1,0	-3,4
Contribución del gasto público	0,4	-0,3	-0,9	-0,2	1,0	0,3	0,0	0,3	0,0
Consumo privado (% a/a)	4,2	-2,2	-6,1	-13,7	10,0	7,4	-2,6	7,4	-3,0
Gasto público (% a/a)	2,6	-1,9	-6,4	-1,9	7,1	2,4	0,3	2,4	0,3
Inversión total (% a/a)	13,4	-5,7	-16,0	-13,0	33,4	5,2	-16,8	5,1	-16,8
Exportaciones (% a/a)	2,6	0,6	9,8	-17,7	9,2	4,4	0,6	4,4	0,7
Importaciones (% a/a)	15,6	-4,5	-18,7	-18,5	22,0	13,5	-15,7	13,5	-16,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,2	9,1	8,9	11,0	7,0	8,2	8,2	8,2	8,2
Inflación (% a/a, media)	24,8	34,3	53,5	42,0	48,4	72,4	81,0	74,5	89,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	23,3	47,4	52,2	36,4	51,4	95,5	58,5	98,5	64,4
Balance fiscal (% PIB)	-5,9	-4,9	-3,8	-8,4	-3,6	-4,1	-2,7	-4,1	-2,7
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,8	-2,3	-0,4	-6,4	-2,1	-2,7	-1,2	-2,7	-1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-4,9	-0,8	0,8	1,4	0,6	1,1	0,6	0,7
Tipo de interés oficial (final período)	28,75	59,25	55,00	38,00	38,00	87,00	76,50	87,00	77,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	27,44	56,76	45,13	29,55	31,49	84,98	74,56	85,00	75,00
Tipo de interés a 10 años (final período)	12,88	16,85	30,24	21,68	25,52	31,39	31,75	33,08	32,62
Tipo de cambio vs USD (final período)	18,65	37,70	59,89	84,15	102,72	178,89	267,54	179,06	270,41
Tipo de cambio vs Euro (final período)	22,37	43,17	67,28	103,26	116,34	175,47	269,59	175,48	270,41
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)	44,3	52,3	15,3	22,9	34,6	41,0	9,2	41,0	9,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INDEC)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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



Dentro de los principales riesgos para la economía de Argentina se encuentra la inflación que sigue al alza, especialmente debido a la continuada desvalorización de la moneda. A pesar de que el gobierno anunció que no sería necesaria más financiación del banco central este año, conseguir los fondos para cubrir el déficit vía financiación en los mercados puede ser un desafío. La acumulación de los desequilibrios macroeconómicos, junto con la fortaleza del dólar, podrán ser un desafío para su solvencia a medio plazo.

1.2.12 China

Desaceleración mundial y problemas internos, los riesgos para el crecimiento de la economía china.

La economía china aumentó en el tercer trimestre un 3,9% a/a, frente al 2,5% a/a del trimestre anterior, el cual estuvo marcado por los confinamientos, e impulsado por la recuperación de la industria (la producción industrial aumentó un 6,3%), un inestable consumo (-2,5% en septiembre) y por un menor crecimiento de las exportaciones (5,7% en septiembre) frente a las importaciones (que avanzaron un 7,4%). Con respecto a indicadores más recientes, las ventas al por menor se han recuperado en julio y agosto, después de caídas fuertes en el segundo trimestre del año, en tanto que la producción industrial crecía aún con fortaleza (3,6% a/a, acumulado en agosto).

- **Se prevé un menor crecimiento para la economía china en 2022 y una eventual recuperación en 2023.**
- **La política económica y financiera deberá seguir lidiando con los problemas en los sectores inmobiliario y bancario.**
- **Las tensiones geopolíticas se convierten en un asunto de mayor importancia para las perspectivas de desempeño económico en el medio plazo.**

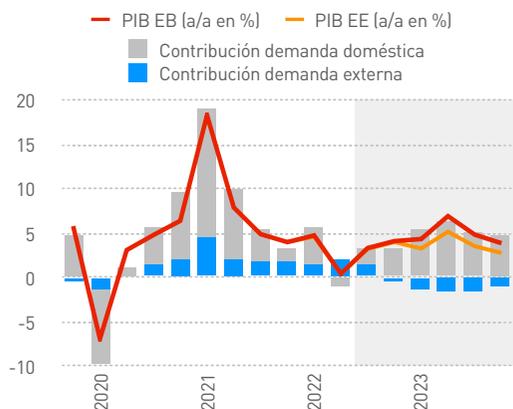
La confianza del consumidor se desplomó en marzo y abril y no se ha vuelto a recuperar (87,9); la confianza en el sector inmobiliario también se ha desplomado en el inicio de 2022. Asimismo, son evidentes los problemas de liquidez que se produjeron en el sector bancario minorista en los últimos meses, y el contagio del sector inmobiliario al bancario posiblemente ya está ahí. Las ventas de inmuebles son un -30% inferiores al año pasado (-27,9% en agosto). Los bancos están retrayendo el crédito al inmobiliario, y los precios de los inmuebles caen un -2,0% a/a.

Los índices de gestores de compras (PMIs) de agosto difieren, con el de servicios y compuesto en positivo (55,0 y 53,0 puntos, respectivamente), y el manufacturero que se da la vuelta hacia territorio de contracción hasta 49,5 puntos. En este contexto, se prevé que el crecimiento en 2022 sufra una desaceleración hasta el 3,2% (desde 8,8% observado en 2021 y un valor mayor al 6% en la pre-pandemia), y que para 2023 vuelva a recuperarse en el entorno del 5,0% (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

La inflación, por su parte, se ha situado en el 2,8% en septiembre, sustancialmente más baja que en los países occidentales, gracias a que la energía no ha resentido aumentos tan significativos, exceptuando los combustibles de automoción (19%). Se espera que la inflación se acerque al 3,0% para final del año. La subyacente (sin energía ni alimentos) está en 0,6% y los precios al productor se moderan hasta el 0,9% (bienes producidos) y 2,6% (insumos).

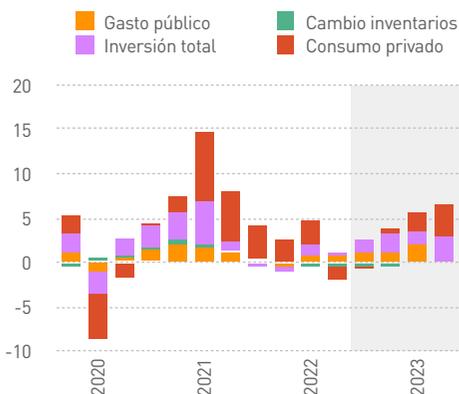
Respecto a la política monetaria que se controla principalmente con el nivel de reservas requerido a los bancos, se mantiene desde abril en 11,25%. Los tipos Reverse Repo a 7 días se sitúan en 1,70%, el de depósito en 1,5% y el de préstamos en 4,35%. En septiembre, el banco central (PBOC) ha impuesto un requerimiento de reserva a las transacciones de futuros en moneda extranjera de 20%, en un esfuerzo de controlar el gran aumento de estos productos en este contexto de volatilidad cambiaria que se vive.

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

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	6,9	6,7	6,0	2,2	8,1	3,2	5,0	3,1	3,7
Contribución de la demanda doméstica	6,7	7,3	5,3	1,6	6,4	2,1	5,4	2,1	5,3
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,3	0,6	0,7	2,3	1,1	-1,3	1,0	-1,5
Contribución del consumo privado	3,6	3,2	2,5	-1,0	4,7	0,2	3,0	0,2	2,9
Contribución de la inversión total	2,6	3,1	2,2	1,3	1,0	1,4	2,0	1,4	1,9
Contribución del gasto público	0,3	1,2	1,1	0,8	0,6	0,9	0,5	0,9	0,5
Consumo privado (% a/a)	9,4	8,1	6,3	-2,4	12,3	0,6	7,8	0,6	7,6
Gasto público (% a/a)	2,0	7,1	6,6	4,6	3,5	5,8	3,0	5,8	3,0
Inversión total (% a/a)	6,2	7,3	5,1	3,1	2,3	3,4	4,9	3,4	4,8
Exportaciones (% a/a)	6,7	4,4	2,3	1,7	18,2	3,0	-0,5	3,0	-0,6
Importaciones (% a/a)	7,8	6,5	-0,7	-2,2	6,6	-2,8	7,9	-2,8	7,5
Tasa de paro (% último trimestre)	2,9	2,9	3,1	3,5	3,2	3,5	3,2	3,4	3,2
Inflación (% a/a, media)	1,5	2,1	2,9	2,5	0,9	2,3	2,4	2,4	3,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,8	2,2	4,3	0,1	1,8	2,9	1,9	3,0	2,7
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-4,7	-5,6	-7,6	-5,2	-8,9	-7,9	-8,9	-8,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,8	-1,5	-2,2	-3,7	-1,5	-5,1	-4,0	-5,1	-4,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	0,2	0,7	1,7	1,8	2,2	1,1	2,1	0,9
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	3,25	3,25	3,00	3,00	4,25	4,25	2,75	2,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4,91	3,35	3,02	2,76	2,50	2,60	2,50	1,60	1,60
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,88	3,23	3,14	3,14	2,78	2,70	2,80	2,68	3,23
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,51	6,88	6,99	6,52	6,35	7,08	6,56	7,09	6,65
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,80	7,87	7,85	8,00	7,19	6,95	6,61	6,95	6,65
Crédito privado (% a/a, media)	13,1	12,9	13,1	13,1	12,3	12,0	13,2	11,3	11,0
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)	29,5	28,8	29,0	32,9	30,4	31,7	30,4	31,7	30,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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

Los riesgos para el crecimiento de la economía china actualmente están vinculados al sector inmobiliario, al bancario y a los potenciales confinamientos sanitaria. La crisis energética no es tan aguda como en occidente, aunque la desaceleración económica de los países occidentales y los principales mercados de destino de sus exportaciones afectan su crecimiento. Asimismo, la tensiones geopolíticas se acumulan en lo relativo a Taiwán y a la neutralidad china en el asunto de Estados Unidos-Rusia.

1.2.13 Indonesia

El crecimiento se moderará por la reducción de la subvención a los combustibles.

La economía de Indonesia creció un 3,7% t/t en el segundo trimestre (5,4% a/a), el consumo lo hizo un 4,2% y la inversión un 3,0%. Por su parte, las exportaciones (que crecieron un 19,7%) se han beneficiado del aumento de volumen comercializado de aceite de palma, su mayor exportación, a pesar de que los precios han caído un -20% este año, precisamente en previsión de una mayor oferta, en tanto que las importaciones aumentaron menos (12,3%). Para los próximos trimestres, se espera una moderación del crecimiento de la economía, entre otras cosas, porque el gobierno ha reducido las subvenciones al combustible en aproximadamente un 30% a principios de septiembre. Estas subvenciones habían mantenido la inflación entre las

- **En septiembre se redujeron las subvenciones a los combustibles en un 30%, lo que afectará el ritmo de crecimiento del PIB indonesio.**
- **Aunque más baja que en otros países, la inflación escala, pero lentamente.**
- **El banco central elevó 50 pbs el tipo de interés de política monetaria en octubre, al 4,75%.**

más bajas de las economías del mundo; ahora habrá un periodo de adaptación de los precios a esa energía más cara.

La encuesta de gestores de compras (PMI) para el cuarto trimestre del año, se situó en 53,18 puntos, con lo que se mantiene en niveles altos tanto en producción como en nuevos pedidos de fábrica, lo que es buena señal para la salud de la economía, aunque las empresas tienen dudas sobre la firmeza de la demanda futura. No obstante, la misma encuesta reconoce, que la buena situación actual, empeora la confianza en cuanto a la situación futura. En este contexto, nuestra previsión sitúa el crecimiento del PIB de Indonesia en 5,3% en 2022 y 4,7% en 2023 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

La inflación, por su parte, se ha situado en el 6,0% en septiembre, con la subyacente en 3,2%; esta última subiendo despacio, pero se va anclando. Los precios al productor también suben un 6,0%. En septiembre, con el recorte de las subvenciones a los combustibles, se espera un repunte en el IPC. Cabe señalar que la inflación, por ahora, es más baja que en otros países, lo que ha ayudado a sostener el consumo. El Banco Central de Indonesia recortó su previsión de inflación para este año, sin dar una cifra concreta, debido a una subida menor de la esperada en los precios administrados en septiembre. El objetivo es volver a situar la inflación general en el objetivo del 2%-4% antes de julio de 2023. En este sentido, el banco central elevó los tipos de interés en 50 pbs en octubre, hasta el 4,75%, y anunció que seguirá comprando bonos del Estado en el mercado primario. Asimismo, para mantener el apoyo a la recuperación, el banco central indicó que, a partir de enero, flexibilizará las normas de pago inicial en hipotecas y en la compra de vehículos.

La continuación del fortalecimiento del dólar podría ser un riesgo para el servicio de la deuda externa de Indonesia. Asimismo, la subida de los tipos de interés en todo el mundo disminuirá el crecimiento económico en el entorno exterior, previendo desaceleración en las exportaciones indonesias.

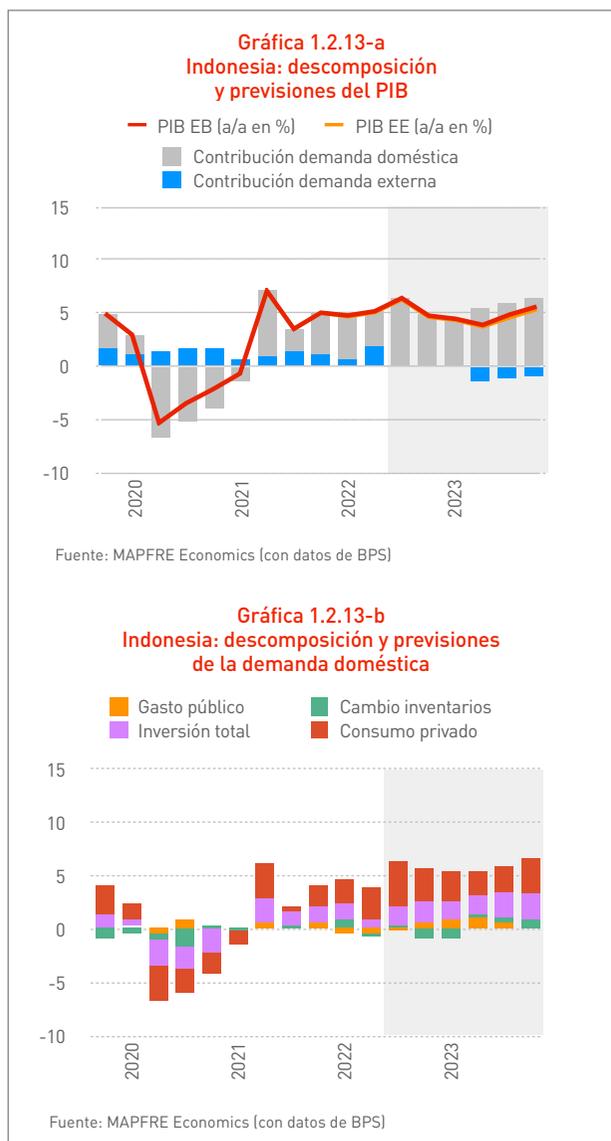
Tabla 1.2.13

Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^[e]	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^[p]	2023 ^[p]	2022 ^[p]	2023 ^[p]
PIB (% a/a)	5,1	5,2	5,0	-2,1	3,7	5,3	4,7	5,2	4,5
Contribución de la demanda doméstica	4,8	6,2	3,6	-3,5	2,7	4,7	5,6	4,7	5,3
Contribución de la demanda externa	0,3	-1,0	1,4	1,4	1,0	0,6	-0,8	0,5	-0,8
Contribución del consumo privado	2,8	2,8	2,9	-1,5	1,1	3,2	2,7	3,2	2,5
Contribución de la inversión total	2,0	2,2	1,5	-1,6	1,2	1,5	2,1	1,5	1,9
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,7	-0,1	0,7
Consumo privado (% a/a)	5,0	5,1	5,2	-2,7	2,0	6,0	4,9	6,0	4,6
Gasto público (% a/a)	2,1	4,8	3,3	2,0	4,2	-1,0	9,0	-1,0	9,2
Inversión total (% a/a)	6,2	6,7	4,5	-5,0	3,8	4,7	6,5	4,7	6,1
Exportaciones (% a/a)	8,9	6,5	-0,5	-8,1	24,0	14,6	-0,2	14,6	-0,5
Importaciones (% a/a)	8,1	12,1	-7,1	-16,7	23,3	13,4	2,8	13,4	2,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,3	5,1	5,1	6,7	6,2	5,8	5,4	5,8	5,5
Inflación (% a/a, media)	3,8	3,3	2,8	2,0	1,6	4,6	4,5	4,7	5,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,5	3,3	2,7	1,6	1,8	7,2	2,4	7,4	3,4
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-1,7	-2,2	-6,2	-4,6	-3,9	-3,5	-3,9	-3,4
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)	-1,6	-2,9	-2,7	-0,4	0,3	0,5	0,4	0,5	0,1
Tipo de interés oficial (final período)	4,25	6,00	5,00	3,75	3,50	5,00	5,25	5,00	5,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,48	7,70	5,51	4,06	3,75	4,43	4,84	5,80	5,73
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,31	7,98	7,10	6,10	6,38	7,41	7,36	7,42	7,50
Tipo de cambio vs USD (final período)	13.484	14.380	13.883	14.050	14.253	15.271	14.986	15.284	15.038
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16.171	16.465	15.596	17.241	16.143	14.979	15.101	14.979	15.038
Crédito privado (% a/a, media)	8,2	10,8	8,8	1,4	1,0	9,0	5,4	9,1	6,1
Crédito familias (% a/a, media)	10,1	10,2	7,9	2,1	2,2	7,0	6,2	7,0	5,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	15,1	5,6	-3,0	-6,0	-12,6	15,1	25,2	15,2	25,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	23,6	24,0	22,8	21,4	25,7	26,1	23,3	26,1	23,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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



1.2.14 Filipinas

Se mantiene un crecimiento económico dinámico, aunque moderándose por las presiones inflacionistas.

La economía filipina decreció un -0,1% t/t en el segundo trimestre de 2022 (7,4% a/a). El consumo privado aumentó un 8,6% y el consumo del gobierno un 11,1%, en tanto que la inversión se mantuvo muy dinámica (+20%) recuperando los niveles de 2019. Por su parte, el ritmo de las exportaciones se modera (4,3%) y el de las importaciones sigue avanzando (13,6%). El encarecimiento de las importaciones, especialmente la energía, está llevando la balanza por cuenta corriente a territorio negativo [-4,5% del PIB en el segundo trimestre]. En cuanto a indicadores de actividad, el índice del sector manufacturero (PMI) de septiembre se situó en positivo en 52,9 puntos, desde los 51,2 de agosto; la confianza del consumidor empeoró en el tercer trimestre, hasta -12,9 desde los -5,2 del trimestre previo. Por su parte, el desempleo mejora y ha vuelto a bajar a los niveles de 2019. En este contexto, nuestra previsión para 2022-2023 es de una continuación del crecimiento, aunque moderándose por efecto de la inflación y los altos precios de la energía. Así, se prevé un crecimiento del PIB en el entorno del 6,4% para 2022 y del 4,9% para 2023 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

- **El PIB de Filipinas podrá crecer un 6,4% en 2022, pero se moderará de cara a 2023.**
- **La inflación se empieza a anclar en niveles más altos.**
- **El gobierno está impulsando proyectos de petróleo y gas para aprovechar los recursos energéticos del país.**
- **El déficit por cuenta corriente se amplía al -4,5%.**

Por su parte, la inflación alcanzó un 6,9% en septiembre (+0,4% m/m), alcanzando una cesta amplia de productos, mientras que la subida es

mayor en la rúbrica de transporte, aunque se ha suavizado al 14,6% desde los 18,1% a/a. La inflación al productor y los precios mayoristas se han situado ambos en 7,9%. En septiembre, el Banco Central de Filipinas subió los tipos de interés en 50 pbs, hasta 4,25% (*Overnight Repo*), acompañando la subida de la inflación. Los riesgos para la inflación se amplían, a medida que las subidas abarcan cada vez una cesta mayor de productos. En este sentido, la previsión de inflación del banco central es de 5,6% en promedio en 2022 y de 4,1% en 2023, por encima del rango objetivo de 2-4%.

El gobierno, a través de la petrolera estatal, está tratando de impulsar los proyectos de petróleo y gas para poder aprovechar los recursos energéticos del país. Actualmente, la compañía tiene siete contratos de servicios en exploraciones en el país, y próximamente el gobierno presentará el plan de desarrollo quinquenal para 2023-2028.

Los mayores riesgos para la economía filipina están relacionados con la subida de la inflación, fuera del rango objetivo de 2-4%. En septiembre, esta ha alcanzado el 6,9%, y su senda se extiende a una cada vez más amplia cesta de productos. La subida de los precios importados, junto con su mayor crecimiento, está ampliando el déficit por cuenta corriente, que ha alcanzado el -4,5% en el segundo trimestre. Por el lado positivo, la economía filipina seguirá creciendo visiblemente, al contrario de Europa y Estados Unidos donde las subidas de tipos de interés amenazan con conducir a una recesión.

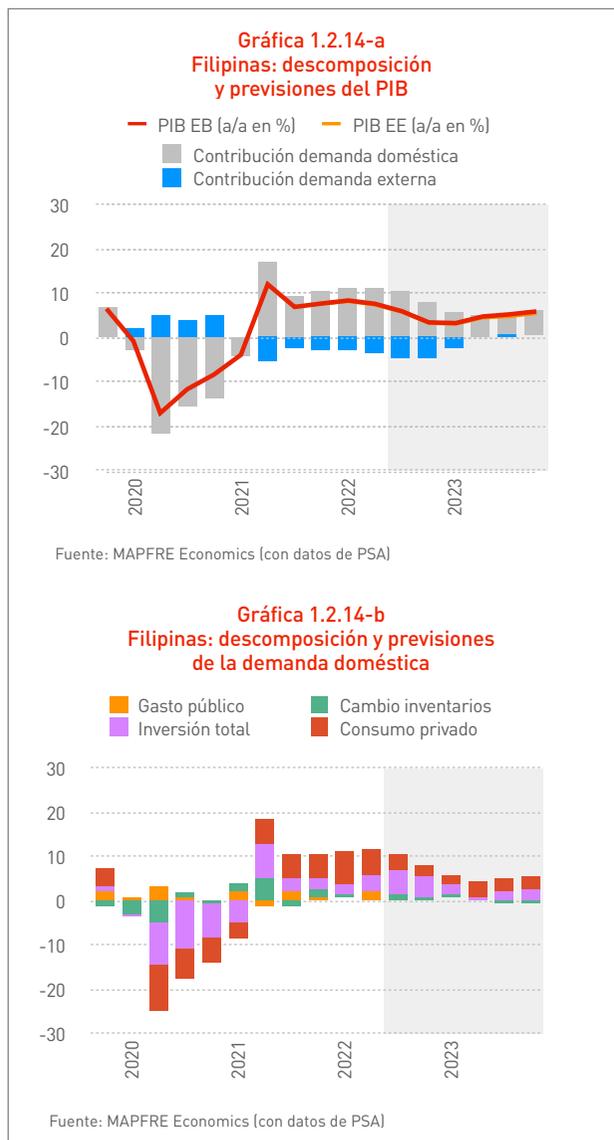
Tabla 1.2.14

Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	6,9	6,3	6,1	-9,5	5,7	6,4	4,9	6,3	4,6
Contribución de la demanda doméstica	7,8	8,6	6,3	-13,5	8,1	10,2	4,9	10,2	4,5
Contribución de la demanda externa	-0,9	-2,3	-0,2	4,0	-2,4	-3,8	0,0	-3,9	0,1
Contribución del consumo privado	4,4	4,2	4,3	-5,8	3,1	4,8	3,0	4,8	2,7
Contribución de la inversión total	2,6	3,3	1,1	-7,3	2,1	4,0	1,8	4,0	1,7
Contribución del gasto público	0,7	1,5	1,1	1,3	1,1	0,8	0,2	0,8	0,2
Consumo privado (% a/a)	6,0	5,8	5,9	-8,0	4,2	6,6	4,2	6,6	3,7
Gasto público (% a/a)	6,5	13,4	9,1	10,5	7,1	5,0	1,3	5,0	1,3
Inversión total (% a/a)	10,6	12,9	3,9	-27,3	9,9	18,0	7,4	17,9	6,9
Exportaciones (% a/a)	17,4	11,8	2,6	-16,1	8,0	4,3	5,5	4,3	5,1
Importaciones (% a/a)	15,1	14,6	2,3	-21,6	13,0	14,1	5,1	14,1	4,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	5,1	4,6	8,7	6,8	5,2	4,9	5,2	5,1
Inflación (% a/a, media)	2,9	5,3	2,4	2,4	3,9	5,4	4,0	5,5	4,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,0	6,1	1,4	2,9	3,6	7,2	1,2	7,4	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-2,1	-3,1	-3,4	-7,6	-8,6	-6,6	-6,2	-6,7	-6,5
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)	-0,7	-2,6	-0,8	3,2	-1,5	-6,2	-3,8	-6,4	-5,7
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	4,75	4,00	2,00	2,00	4,75	4,75	4,75	4,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,22	5,03	3,97	2,00	1,81	4,74	4,90	4,75	4,75
Tipo de interés a 10 años (final período)	5,70	7,05	4,44	2,97	4,72	5,42	5,50	7,11	6,40
Tipo de cambio vs USD (final período)	49,92	52,72	50,74	48,04	50,27	59,95	57,48	60,00	57,82
Tipo de cambio vs Euro (final período)	59,87	60,37	57,01	58,94	56,93	58,80	57,92	58,80	57,82
Crédito privado (% a/a, media)	17,6	16,8	9,5	4,0	0,9	6,9	5,3	6,9	6,0
Crédito familias (% a/a, media)	18,1	14,3	12,8	11,2	-2,1	6,5	11,0	6,5	10,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,4	10,3	6,9	-7,9	8,2	12,2	8,4	12,0	7,3
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	7,1	6,4	5,0	3,4	-0,4	-3,5	3,7	-3,5	3,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

[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

El endurecimiento de la política monetaria en las principales economías desarrolladas y gran parte de las emergentes (a excepción de Japón y China) está provocando fuertes ajustes en los mercados financieros, y sus efectos empiezan a trasladarse con más fuerza a la economía real en forma de menores crecimientos, aunque los mercados laborales continúan fuertes. De momento, las políticas monetarias restrictivas no están consiguiendo revertir el proceso de pérdida de poder adquisitivo y la inflación continúa alta, por lo que el escenario de una política monetaria agresiva en los próximos meses y de entrada en recesión en las principales economías mundiales es cada vez más probable, lo que repercutirá de forma negativa en los mercados aseguradores que enfrentan un panorama complejo. En general, los mercados de seguros vienen experimentando crecimientos en el volumen de primas, si bien resultan insuficientes para compensar el repunte de una inflación que afecta también a su rentabilidad.

En cuanto al balance del sector asegurador, el ajuste en los mercados financieros está afectando de forma negativa a la valoración de los bonos soberanos y corporativos de mayor calidad crediticia (su principal

inversión), especialmente a los de mayor duración, y a los activos de riesgo (renta variable y renta fija de alto rendimiento). En el lado positivo, continúa mejorando el entorno para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales con garantías de tipos de interés y para los seguros de salud, con una mayor concienciación por parte de los hogares y empresas de la necesidad de complementar la cobertura sanitaria que ofrecen los sistemas sanitarios públicos. El sector del automóvil comienza a superar los problemas de escasez de semiconductores y de suministros que estaba lastrando las matriculaciones, pero se enfrenta ahora al endurecimiento de las condiciones para la financiación de la adquisición de nuevos vehículos, lo que puede seguir ralentizando el negocio de los seguros de autos, que no termina de dar síntomas claros de recuperación.

2.1.2 Eurozona

La previsión en la Eurozona para 2023 apunta hacia una acusada ralentización económica, con una variación en el PIB real agregado que puede situarse en torno al 0,0% (frente al crecimiento del 3,1% previsto para 2022), lo que supone una ligera revisión al alza en el crecimiento previsto para este año y a la baja de la estimación de crecimiento para el próximo año. La incertidumbre generada por la guerra en Ucrania y la tensión en los precios de la energía continúan afectando de forma acusada a Europa, con una inflación que no deja de marcar máximos históricos (9,9% en el mes de septiembre), lo que continúa dibujando un panorama

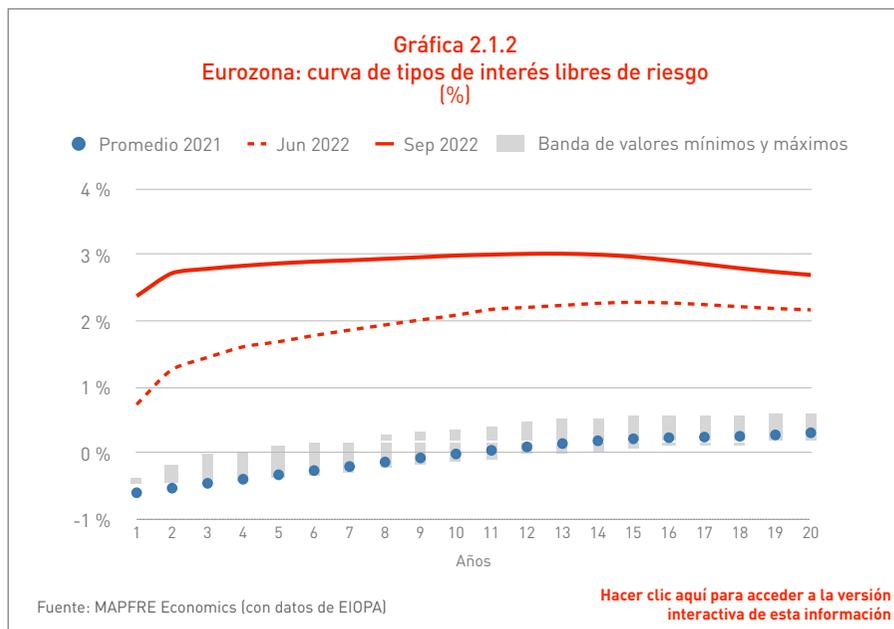
complejo para el desarrollo del negocio del sector asegurador cuyos crecimientos en primas no son capaces de batir a la elevada inflación, poniendo presión sobre los precios de los seguros y erosionando su rentabilidad.

Por otro lado, el Banco Central Europeo (BCE) continúa endureciendo su política monetaria con nuevas subidas de tipos en los meses de julio y septiembre de 50 y 75 puntos básicos (pbs), respectivamente, por encima ambas de lo inicialmente previsto, y una nueva subida de 75 pbs en octubre ante el fuerte repunte de la inflación. Estas últimas subidas han dejado los tipos de interés en el 2% para las operaciones principales de financiación y 1,5% la facilidad de depósito (lejos ya del territorio negativo), con una inflación que se situó en el 9,9% en el mes de septiembre, lo que apunta a nuevas subidas de tipos en las próximas

reuniones. En cuanto al programa de expansión cuantitativa de adquisición de bonos, el BCE ha dejado de incrementar su balance en este trimestre (reinvirtiendo solo los bonos que van venciendo, de forma flexible por países), sin entrar en un proceso de contracción cuantitativa y ha manifestado su intención de utilizar una herramienta para evitar el riesgo de fragmentación de la Eurozona, lo que mantiene una tensión controlada sobre las primas de riesgo de los bonos soberanos especialmente de los países del sur de Europa.

En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) se aprecia una nueva y acusada subida de los tipos de interés en todos sus tramos, quedando en niveles muy por encima a los alcanzados al cierre del mes de junio de 2022, con tipos positivos en todos sus vencimientos, muy lejos de los tipos de interés negativos que mostraba la curva a finales del año previo (véase la Gráfica 2.1.2)⁴. Los tipos de interés libres de riesgo continúan significativamente por debajo de la inflación, pero los niveles continúan en una senda ascendente, por lo que sigue mejorando el panorama para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales de las entidades aseguradoras.

Por otro lado, el índice Euro Stoxx 50 (y, en general, los principales mercados de valores a nivel mundial) ha sufrido una fuerte contracción desde principios de año del -22,9% al cierre del tercer trimestre de 2022 y un repunte en su volatilidad. Esta situación, junto con una probable entrada en recesión en un entorno de endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE, complica el panorama para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales tienen que adaptarse a un nuevo entorno de caídas en la renta variable y una renta fija que ofrece mayores tipos de interés y primas de riesgo más alineadas al riesgo de crédito de las emisiones.



2.1.3 Alemania

Los problemas derivados de la guerra de Ucrania que afectan de manera particular a la economía alemana podrían agravarse de cara al invierno con un alto nivel de inflación (10,4% en el mes de octubre) y posibles problemas en el suministro de gas. Este panorama está motivando una nueva rebaja en las expectativas de crecimiento económico para 2023 que podrían llevar a una caída en el PIB real de Alemania del -0,4% (1,4% en 2022), lo que supone una importante revisión a la baja del crecimiento previsto para el próximo año, complicando el panorama para el desarrollo del negocio y de la rentabilidad del sector asegurador.

Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano alemán continúa con su tendencia de crecimiento al alza y, en el mes de septiembre, presenta niveles positivos en todos sus tramos. El repunte de la inflación y el endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE se sigue trasladando a la rentabilidad del bono soberano alemán, que presenta una pendiente positiva, por lo que sigue mejorando el entorno para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, si bien de forma moderada al continuar los tipos de intereses reales en negativo. El DAX alemán, por su parte, continúa con un comportamiento volátil, con caídas que han aumentado a consecuencia de la invasión de Ucrania, lo que complica el desarrollo de productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.

2.1.4 Italia

La previsión de crecimiento para la economía italiana apunta hacia una ralentización económica y posible entrada en recesión en 2023, con una variación en el PIB real que puede situarse en torno al -0,1% (frente al crecimiento del 3,4% previsto para 2022); ello supone una revisión al alza en el crecimiento previsto para este año y a la baja de la estimación de crecimiento para el próximo año. La recuperación del turismo, el consumo y la inversión continúan presentando un buen comportamiento en 2022,

lastrado por el sector exterior a consecuencia de los altos precios de la energía. La fuerte ralentización de la economía italiana complica el panorama para el desarrollo y rentabilidad del sector asegurador a consecuencia del repunte de la inflación (11,9% en el mes de octubre) que erosiona la renta disponible de los hogares y los márgenes empresariales, incrementando la presión sobre los precios de los seguros.

Por otro lado, continúa repuntando la prima de riesgo y la prima por plazo de la deuda soberana italiana tras el cambio de orientación de la política monetaria con las subidas de tipos de interés por parte del BCE y el fin de las adquisiciones netas de bonos soberanos y corporativos. Este entorno de tipos de interés hace mejorar el panorama para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, si bien persiste todavía una situación de intereses reales negativos por los altos niveles de la inflación. Por otra parte, continúa la volatilidad y las caídas de los mercados de renta variable y, en particular, del FTSE MIB, situación que complica el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión que habían cobrado importancia en el mercado italiano en los últimos años.

2.1.5 España

La estimación de crecimiento económico en España para 2023 se ha situado en el 1,0% (frente al 4,4% que se prevé para 2022). Ello supone una importante ralentización de la economía y una nueva revisión a la baja de la estimación de crecimiento para el próximo año. Los efectos de la inflación (7,3% en octubre) y del endurecimiento de las condiciones de financiación sobre la renta disponible de los hogares continúan dibujando un panorama complejo para el sector asegurador. De momento, la economía española sigue mostrándose dinámica con la ayuda de la recuperación del turismo y de un mercado laboral que continúa fuerte, reflejándose en el comportamiento de la industria aseguradora que está experimentando crecimientos significativos en el volumen de primas (5,7% y 5,6% en los negocios de No Vida y de Vida, respectivamente, en términos

interanuales hasta el mes de septiembre). No obstante, estos crecimientos en el negocio asegurador no son suficientes para compensar una inflación media que, en lo que va de año y hasta el mes de octubre, se sitúa en torno al 8,8%. Asimismo, este proceso inflacionario continúa erosionando la rentabilidad de las entidades aseguradoras y mantiene alta la presión sobre los precios de los seguros. La escasez de suministros que venía lastrando al sector automovilístico parece dar síntomas de mejoría y el negocio de los seguros de autos muestra una ligera recuperación, si bien los crecimientos interanuales hasta el mes de septiembre (1,4% para la cobertura de responsabilidad civil y 5,1% para otras coberturas) quedan lejos de batir a la inflación.

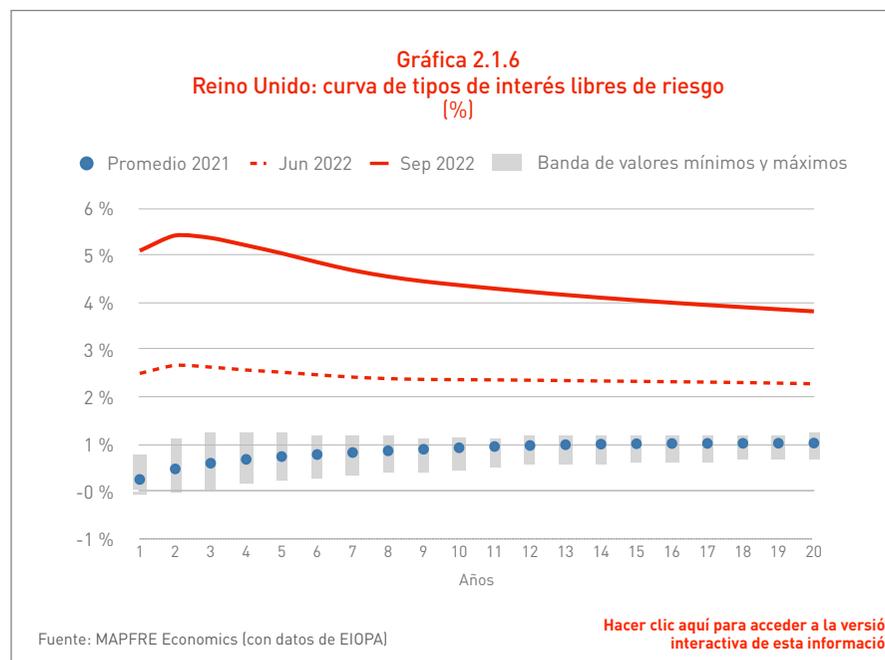
En cuanto a los seguros de Vida, el contexto para el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias tradicionales continúa en su senda de mejoría, a medida que se materializa el endurecimiento de la política monetaria del BCE que está elevando la curva de tipos de interés de mercado de la deuda soberana y, particularmente, del bono soberano español en todos los plazos y ofrece una prima por plazo positiva creciente a mayores vencimientos (aún en niveles inferiores a la inflación, por lo que continúa el entorno de tipos de interés reales negativos, aunque menores que en el anterior trimestre).

2.1.6 Reino Unido

La previsión de crecimiento para la economía de Reino Unido en 2023 se ha situado en el -0,4% (4,0% en 2022), lo que supone una fuerte ralentización económica con una nueva revisión a la baja de la estimación de crecimiento para el próximo año. Esta economía está sufriendo los problemas de la inestabilidad política que han llevado a la designación de un nuevo primer ministro, tras las turbulencias provocadas en su mercado financiero y en su tipo de cambio por el anuncio de un plan fiscal expansivo en un entorno de inflación alta y de momento fuera de control (10,1% en el mes de septiembre). El entorno de alta inflación, con la erosión que esto supone en la renta disponible de los hogares, y una

economía que se prevé sufra una acusada desaceleración, complica el panorama para el desarrollo del negocio y rentabilidad del sector asegurador, poniendo presión sobre los precios de los seguros.

Respecto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del cierre del mes de septiembre (véase la Gráfica 2.1.6) se aprecia una fuerte subida de los tipos de interés libre de riesgo en todos los tramos de la curva, fruto no solo del endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco de Inglaterra (que ha vuelto a incrementar los tipos de interés en dos ocasiones en 50 pbs en los meses de agosto y septiembre, respectivamente, hasta alcanzar el 2,25%, a consecuencia del repunte de la inflación), sino también por las turbulencias vividas por la crisis política

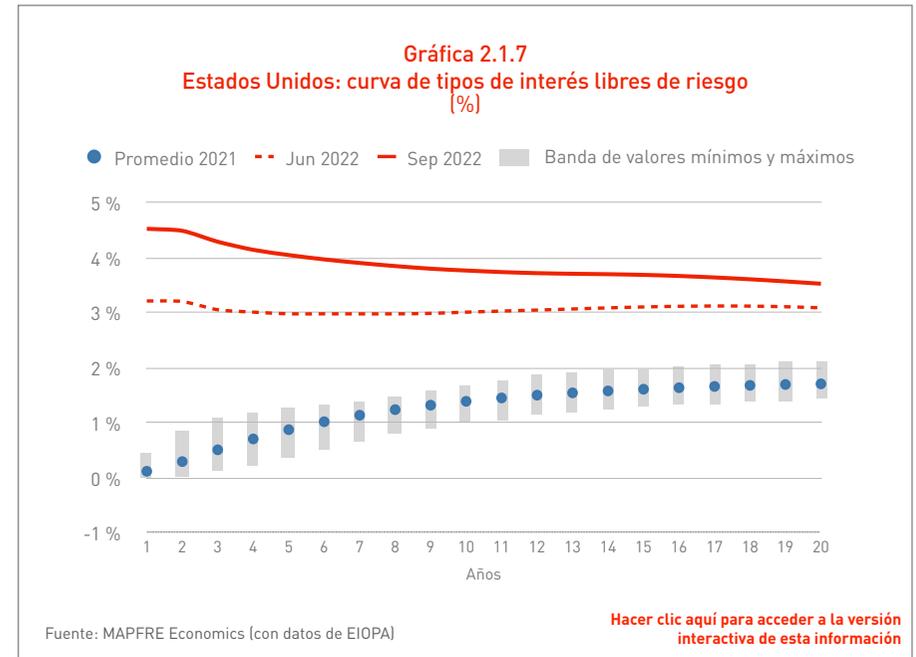


que llevaron a los tipos en todos los tramos cortos de la curva de tipos de interés libres de riesgo muy por encima de los tipos de política monetaria en todos sus tramos, lo que motivó incluso una intervención no programada en el mercado de bonos soberanos por parte del Banco de Inglaterra por motivos de estabilidad financiera. Desde la perspectiva del sector asegurador, el alto nivel alcanzado por los tipos de interés (especialmente en los tramos cortos de la curva) está mejorando el entorno para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias, si bien la alta volatilidad de los tipos de interés de mercado complica en gran medida la gestión de este negocio. Por otro lado, los tipos de interés siguen notablemente por debajo de la inflación, generando un entorno de tipos de interés reales negativos. En cuanto a la renta variable, el FTSE 100 continúa expuesto a caídas y una elevada volatilidad, lo que viene a complicar la comercialización de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy arraigados en este mercado.

2.1.7 Estados Unidos

La estimación de crecimiento económico en Estados Unidos para 2023 se ha situado en el 0,2% (frente al 1,7% previsto para 2022), situación que supone una importante desaceleración de la economía y una nueva revisión a la baja de las estimaciones de crecimiento. La inflación, por su parte, continúa alta en una economía con un mercado laboral fuerte y abundante liquidez en el sistema (ya en proceso de retirada), pero dando síntomas claros de desaceleración, lo que dibuja un entorno menos favorable para el desarrollo del sector asegurador, especialmente en el negocio de No Vida.

En cuanto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, la Reserva Federal continúa endureciendo su política monetaria (elevando los tipos de interés en 75 pbs en su reunión de septiembre para quedar en un rango entre el 3% y el 3,25%, y se prevé que siga en esta línea en sus próximas reuniones, lo que puede dejar los tipos por encima del 4% a



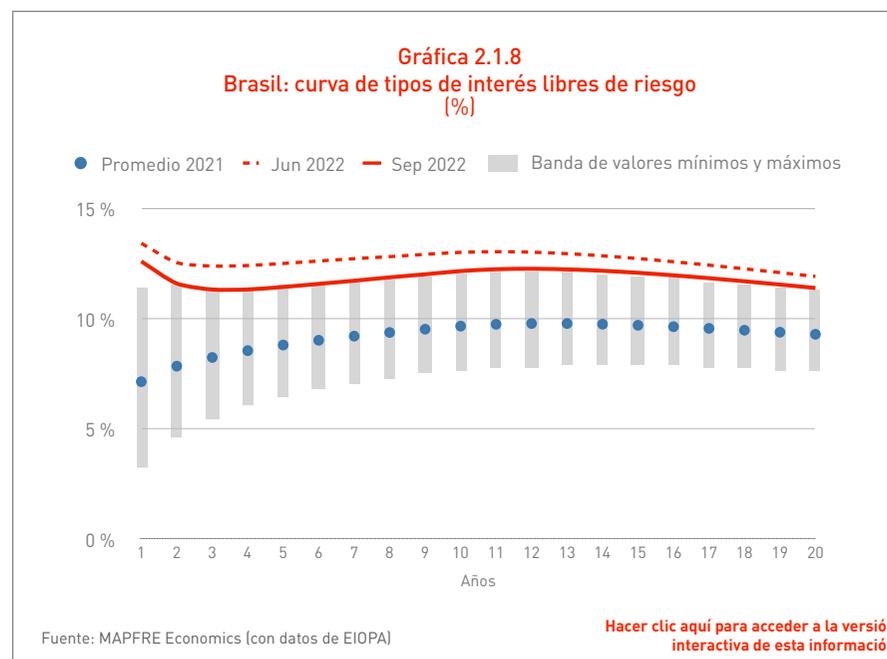
finales de año) ante la persistencia de la inflación (8,2% en el mes de septiembre). En la curva de tipos de interés libre de riesgo del mes de septiembre producida por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7) se aprecia una fuerte subida adicional en los tipos de interés que se suma a la que experimentó en el trimestre anterior. Se aprecia, asimismo, un incremento en la pendiente negativa que presenta la curva que afecta prácticamente a todos sus tramos. Así, el entorno de tipos de interés continúa siendo complejo para la comercialización de productos de ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, con unos tipos de interés nominales que continúan significativamente por debajo de la inflación, generando un entorno de tipos de interés reales negativos, y sin poder ofrecer una prima por plazo positiva al estar la curva ligeramente invertida. Este entorno, no obstante, podría ser favorable para el lanzamiento al mercado de

productos de ahorro con garantías de tipos a plazos más cortos y revisiones periódicas de los tipos garantizados o de productos con participación en beneficios. Por otro lado, los mercados de renta variable continúan sufriendo caídas importantes desde principios de año (-25% en el caso del S&P500, al cierre del tercer trimestre) y siguen sometidos a una elevada volatilidad, lo que continúa dibujando un entorno complejo para la comercialización de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión, muy habituales en este mercado.

2.1.8 Brasil

La previsión de crecimiento en 2023 para la economía brasileña se estima en un 0,9% (tras un crecimiento previsto para este año del 2,7%). En este caso, se han revisado las estimaciones de crecimiento al alza para 2022, que se está comportando mejor de lo previsto apoyada en el consumo interno, y a la baja en 2023, cuyas previsiones siguen apuntando a una importante desaceleración motivada por el endurecimiento de las condiciones de financiación por las subidas de tipos de interés y por la pérdida de poder adquisitivo de los hogares a consecuencia de la alta inflación. No obstante, es de destacar que el mejor comportamiento de lo previsto de la economía brasileña en este año se está reflejando en su mercado asegurador, especialmente en el negocio de No Vida, que ha experimentado notables crecimientos en su volumen de negocio en el primer semestre del año, con una recuperación significativa de todas las líneas de negocio y especialmente del negocio de los seguros de autos y agrarios. Por otro lado, la inflación comienza a moderarse, lo que puede ayudar a mejorar la rentabilidad de las entidades aseguradoras. Sin embargo, el panorama para el sector asegurador para el próximo año se complica a consecuencia de la ralentización económica prevista, en un entorno con unas condiciones de financiación endurecidas por los altos niveles de los tipos de interés, que podrían lastrar el crecimiento del mercado de los seguros de No Vida.

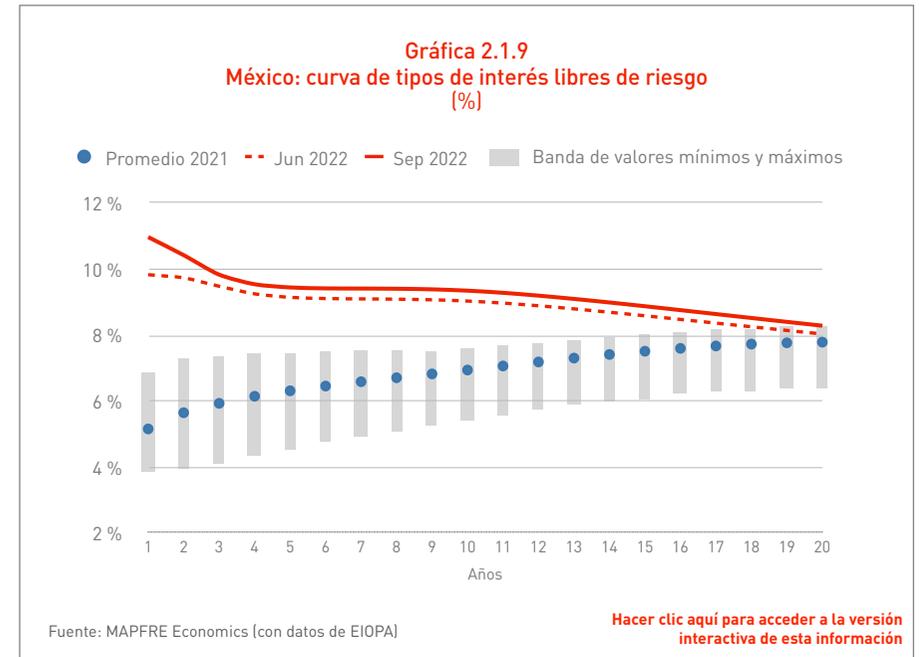
En cuanto a los tipos de interés, es importante destacar que el Banco Central de Brasil fue uno de los primeros en cambiar la orientación hacia un endurecimiento de la política monetaria, anticipándose en un año a la senda que seguirían la mayor parte de los bancos centrales de los países desarrollados y solo ahora empiezan a verse sus frutos con una inflación que se ha reducido de forma contundente en los meses de julio (10,1%), agosto (8,7%) y septiembre (7,2%), desde el 11,9% del mes de junio. En ese proceso de endurecimiento de la política monetaria, el banco central elevó los tipos de interés hasta alcanzar el 13,75% en el mes de agosto, lo que supone un incremento de 0,5 puntos porcentuales desde el mes de junio de este año y la undécima subida desde el mes de marzo de 2021 en el que el tipo de interés se situaba en el 2%. En la reunión del mes de septiembre, el banco central ha mantenido el tipo de interés de política



monetaria en el 13,75%. Este entorno de tipos es altamente favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, como instrumento utilizado por los hogares para protegerse contra el repunte de la inflación, con unos tipos de interés que parecen haber alcanzado un techo y que ofrecen rentabilidades significativamente superiores a los últimos datos de inflación, con lo que los tipos de interés reales son claramente positivos. En las curvas de tipos de interés libre de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8) se observa una ligera caída en la curva en el mes de septiembre, presentando una pequeña pendiente negativa en sus primeros tramos, lo que puede favorecer el desarrollo de productos respaldados con bonos soberanos de vencimientos cortos, muy habituales en este mercado (VGBL y PGBL), e incluso la posibilidad de entrar en bonos con mayores duraciones dado el alto nivel de los tipos en todos los tramos de la curva.

2.1.9 México

La previsión de crecimiento económico de la economía mexicana para 2023 apunta hacia una ralentización, con una variación en el PIB real que puede situarse en torno al 1,0% (frente al crecimiento del 2,0% previsto para 2022), lo que supone, como en otras economías, una revisión al alza en el crecimiento previsto para este año y a la baja de la estimación de crecimiento para el próximo año. La inflación, por su parte, sigue alta (8,7% en el mes de septiembre); situación que continúa erosionando el poder adquisitivo de los hogares y los márgenes empresariales en un contexto de altos tipos de interés que endurecen significativamente las condiciones de financiación. Este entorno puede lastrar el desarrollo del negocio asegurador y su rentabilidad, manteniendo la presión sobre los precios de los seguros. Sin embargo, es de destacar que el comportamiento de la economía mexicana en este año se está reflejando en su mercado asegurador, especialmente en algunas líneas del negocio de No Vida, como los seguros de salud (ayudados por la mayor sensibilidad al riesgo como consecuencia de la crisis sanitaria) o los



seguros de autos, que en el primer semestre del año han conseguido crecer en su volumen de negocio por encima de la inflación.

El repunte en los precios en el mes de agosto, con una inflación que se situó en el 8,7% (nivel en el que se mantuvo en el mes de septiembre) motivó dos nuevas subidas de tipos de interés por parte del Banco de México en los meses de agosto y septiembre hasta dejarlos en el 9,25%, sumando seis subidas de tipos en 2022 (tras las cinco subidas de 2021). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9) vuelve a apreciarse una subida de los tipos de interés libres de riesgo de mercado, con un aumento de la pendiente negativa en los primeros tramos de la curva. Este entorno de tipos de interés continúa siendo favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro, especialmente para productos con

garantías de tipos a corto plazo y revisión de los tipos garantizados en cada renovación, por el alto nivel de los tipos de interés a corto plazo y la necesidad de protección de los ahorros frente a la elevada inflación, aunque la erosión en el poder adquisitivo de los hogares por el nuevo aumento de los precios sigue mermando su capacidad de ahorro.

2.1.10 Argentina

La previsión de crecimiento en 2023 para la economía argentina se estima en un 0,9% (tras un crecimiento previsto para este año del 3,7%). Se han revisado las estimaciones de crecimiento del PIB real al alza, especialmente para este año, ya que se está comportando mejor de lo previsto apoyada en el consumo interno. En cualquier caso, las previsiones siguen apuntando a una importante desaceleración de la economía argentina motivada por el endurecimiento de las condiciones de financiación por las subidas de tipos de interés y por la pérdida de poder adquisitivo de los hogares a consecuencia de la alta inflación, que ha vuelto a repuntar hasta el 82,9% en el mes de septiembre, y de que la moneda continúa en su senda de depreciación, lo que sigue afectando de forma negativa en la rentabilidad de las compañías aseguradoras. Como ha ocurrido en otros mercados de la región, el mejor comportamiento de lo previsto de la economía argentina en este año se ha reflejado en su mercado asegurador que, en el primer semestre del año, ha experimentado crecimientos significativos, aunque quedan por debajo de los últimos datos de inflación, con lo que el negocio en términos reales sigue mostrando una cierta situación de estancamiento. Así, el entorno de desaceleración económica previsto para el próximo año podría ralentizar al negocio asegurador, que enfrenta a un panorama más complejo.

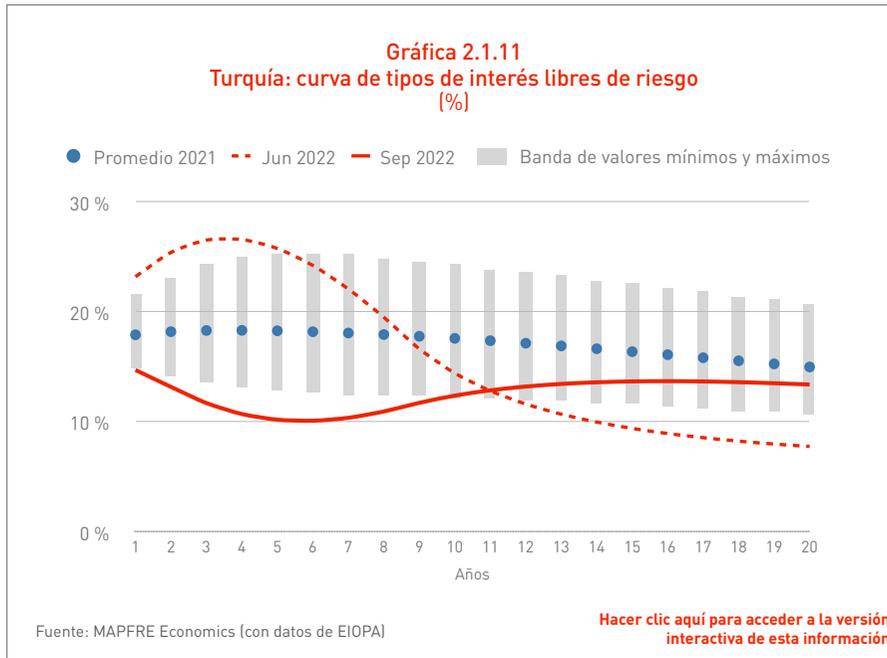
Por otro lado, el banco central ha vuelto a endurecer su política monetaria elevando el tipo de interés de referencia en dos ocasiones en los meses de agosto y septiembre hasta el 75% (que ha mantenido en su reunión de octubre), todavía por debajo de la inflación en un entorno de tipos de interés ligeramente negativos, lo que podría mejorar el panorama para los

productos de seguros de Vida ahorro, si bien continúa siendo un entorno complejo en un negocio que no puede ofrecer tipos de interés suficientes para compensar la pérdida de poder adquisitivo a consecuencia de la alta inflación, al no encontrar en el mercado activos financieros con una rentabilidad suficiente para respaldar este tipo de productos.

2.1.11 Turquía

La previsión de crecimiento en 2023 para la economía turca se estima en un 1,8% (tras un crecimiento previsto para este año del 4,8%). De esta forma, se han vuelto a revisar al alza las estimaciones de crecimiento para este año y a la baja la de 2023, cuyas previsiones apuntan a una desaceleración significativa de la economía. El mantenimiento de una política monetaria laxa en un entorno de inflación que continúa en su senda ascendente alcanzando altos niveles (83,4% en el mes de septiembre), erosiona la renta disponible de los hogares y los márgenes empresariales, complicando el panorama para el negocio y la rentabilidad del sector asegurador, por el encarecimiento de los costes de siniestralidad y operativos a consecuencia de la inflación que no puede ser compensada con el margen financiero, poniendo presión sobre los precios de los seguros. Sin embargo, es de destacar que el mejor comportamiento de la economía turca en este año se ha visto reflejado en el volumen de negocio del sector asegurador que ha experimentado crecimientos significativos en el primer semestre del año, especialmente en el negocio de No Vida, con los seguros de autos y de salud creciendo en términos reales (por encima de la inflación).

En cuanto al negocio de los seguros de Vida, es de destacar que el banco central turco redujo el tipo de interés oficial en tres ocasiones durante el tercer trimestre del año hasta dejarlos en el 10,5% (desde el 14,0%) a pesar del fuerte repunte de la inflación (83,45% en el mes de septiembre). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11) puede observarse el anómalo movimiento de la curva respecto al anterior trimestre, con unos tipos de interés libres de riesgo de mercado que, en vencimientos hasta

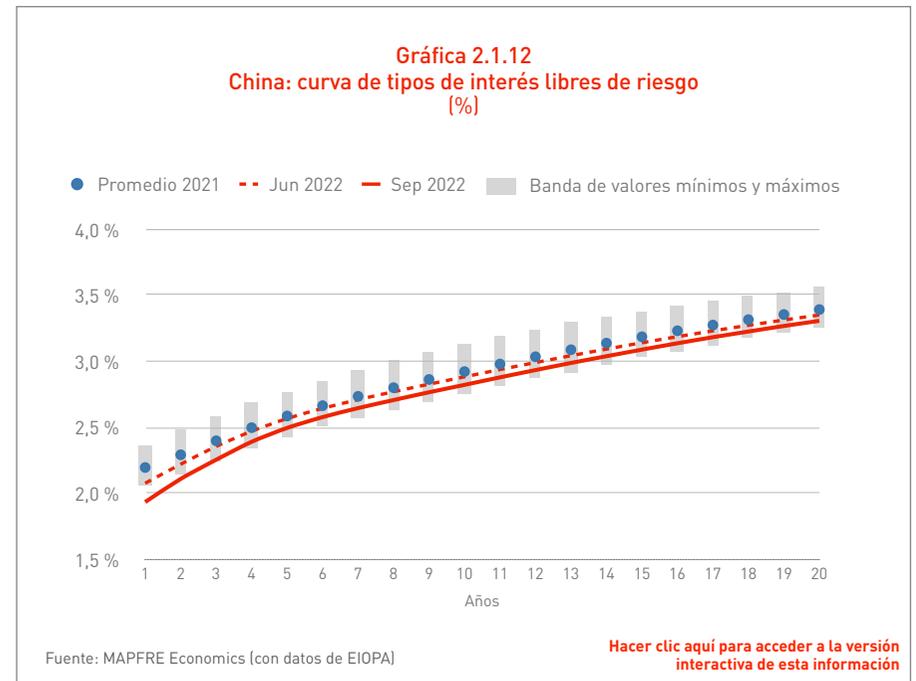


diez años, quedan por debajo de los tipos mínimos de 2021, con una acusada inversión de la curva en vencimientos por debajo de cinco años. Esto vuelve a plantear un escenario de tipos de interés extremadamente complejo a la hora de comercializar productos de seguros de Vida ahorro por la incertidumbre en cuanto al movimiento de los tipos a corto (que se mueven en sentido inverso a lo que sería una política monetaria ortodoxa ante los malos datos de inflación), quedando en unos niveles aún más lejos de poder compensar la pérdida de poder adquisitivo que conlleva la alta tasa de inflación y profundizando aún más en la situación de intereses reales negativos. Sin embargo, el panorama continúa algo más favorable para el negocio de Vida riesgo, por la mayor sensibilidad al riesgo de fallecimiento a consecuencia de la pandemia y la guerra, en una economía que, si bien se está desacelerando, continúa presentando crecimiento y en

la que las condiciones financieras favorables son un estímulo al endeudamiento para la adquisición de activos reales como protección frente a la inflación.

2.1.12 China

La estimación para la economía de China para 2023 anticipa una cierta aceleración en el crecimiento hasta situarse en el 5,0% (frente al 3,2% que se ha previsto para 2022), lo que supone una ligera revisión a la baja de las estimaciones, especialmente por los problemas a los que se enfrenta su mercado inmobiliario. Cabe señalar que esta recuperación en el crecimiento económico para el próximo año mejorará el panorama para el desempeño del sector asegurador.

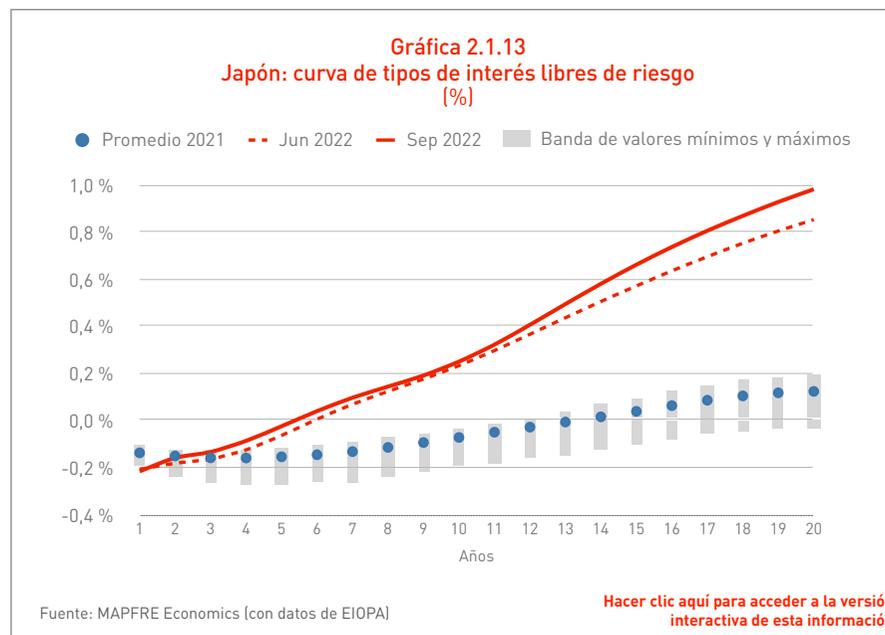


En cuanto al entorno de tipos de interés, la inflación en China ha vuelto a repuntar ligeramente a consecuencia del encarecimiento de los precios de la energía, pero continúa siendo moderada (2,8% en el mes de septiembre). Ello ha llevado al banco central a continuar aplicando una política monetaria acomodaticia, ante la debilidad de su economía, reduciendo ligeramente los tipos de interés hasta el 3,65% en su reunión de agosto, sin alterarlos en las reuniones de septiembre y octubre. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12) se observa el movimiento de los tipos de interés libres de riesgo a la baja, quedando por debajo de los tipos mínimos de 2021 y presentando una pendiente positiva. Este entorno de estabilidad en los tipos de interés, que presentan solo ligeros movimientos y una prima por plazo positiva, es favorable para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto, todavía por encima de la inflación.

2.1.13 Japón

La previsión de crecimiento en 2023 para la economía japonesa se estima en un 1,6%, igual al crecimiento previsto para este año. Los problemas en las cadenas de suministros han mejorado, pero los altos precios de la energía no se solucionan y seguirán retrasando la recuperación de la economía japonesa. La previsión de crecimiento económico supone una ligera desaceleración, pero no deja de ser un crecimiento positivo, lo que sigue dibujando un entorno favorable para el desarrollo del sector asegurador.

En cuanto al negocio de Vida, es de destacar que el Banco de Japón continúa con su decisión de no alterar su política monetaria ultra acomodaticia, dejándolos en el -0,1%, a pesar de la depreciación que está sufriendo su moneda frente al dólar y del nuevo repunte de la inflación que se elevó hasta el 3% en el mes de septiembre (alejándose de su objetivo del 2%). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13), se observa que la curva de tipos de interés libres de riesgo continúa ganando pendiente,



presentando valores negativos para vencimientos hasta cinco años. Este nuevo incremento en la pendiente positiva permite ofrecer una prima por plazo mayor, lo cual favorece la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. Si bien los niveles de los tipos continúan relativamente bajos, el repunte de los tipos a medio y largo plazo notablemente superiores a los que venían siendo habituales puede ser un buen estímulo para el desarrollo de las referidas líneas de negocio.

2.1.14 Filipinas

Las previsiones apuntan hacia una ralentización de la economía filipina en 2023, con una variación en el PIB real que puede situarse en torno al 4,0% (frente al crecimiento del 6,4% previsto para 2022), lo que supone una revisión a la baja en las estimaciones de crecimiento económico, si bien

siguen siendo crecimientos significativos. El principal motivo de la revisión proviene del peor comportamiento de la balanza externa por el encarecimiento de las importaciones, en lo que ha influido la depreciación sufrida en el tipo de cambio frente al dólar de su moneda. El consumo privado y la inversión continúan presentando un buen comportamiento, lo que sigue favoreciendo el desarrollo del negocio asegurador, con la ayuda del bajo nivel de penetración de los seguros en su economía. Sin embargo, la inflación ha vuelto a repuntar (6,9% en el mes de octubre) y la depreciación de la moneda pueden afectar de forma negativa a la rentabilidad de las entidades aseguradoras, al encarecer el coste de las reclamaciones, manteniendo la presión sobre el precio de los seguros.

En relación con los seguros de Vida, el Banco Central de Filipinas está endureciendo sustancialmente su política monetaria en su lucha contra la inflación y ha vuelto a elevar el tipo de referencia de la política monetaria en tres ocasiones en los meses de julio, agosto y septiembre en un total de 1,75 pbs, hasta dejarlo en el 4,25%. La rentabilidad del bono soberano a diez años se situaba ligeramente por encima del 7,5% a finales del mes de octubre, con lo que la curva de tipos de interés se ha elevado en todos sus vencimientos, presentando una pendiente positiva algo menor que en el anterior trimestre, entorno que sigue favoreciendo la comercialización de los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder garantizar tipos a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto (por encima de la tasa de inflación en los tramos más largos de la curva), ganando también atractivo productos de este tipo con vencimientos más cortos.

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)⁵. En su informe, el Comité apunta a que la invasión de Ucrania por parte de Rusia y sus consecuencias económicas y políticas, incluidas las sanciones introducidas como respuesta, han cambiado drásticamente el entorno del mercado desde principios de 2022. La invasión, el aumento de la incertidumbre y la inflación no solo pesan sobre las perspectivas económicas, sino que también afectan a la confianza de los consumidores y las empresas. Advierte que la alta inflación se está trasladando a los costes de las empresas y al poder adquisitivo de los hogares, que se ha debilitado. La exposición de los sectores económicos más sensibles a la subida de los precios de la energía y de las materias primas requiere una atención intersectorial. Asimismo, apunta que la retirada progresiva de la política monetaria acomodaticia está afectando a las perspectivas de los mercados financieros. Los rendimientos de los bonos subieron en respuesta al aumento de la inflación y a la previsión de tipos de interés más altos, mientras que los mercados de renta variable se mostraron volátiles y experimentaron ventas significativas. Algunos mercados de materias primas clave se vieron fuertemente afectados por la invasión rusa y las sanciones.

En relación con los efectos sobre la posición del balance de las entidades aseguradoras, el Comité apunta que se ve afectadas por la inflación tanto en el lado del activo como en el del pasivo, con efectos netos típicamente negativos para el segmento de No Vida. En el activo, las inversiones de las aseguradoras, cuyos precios de mercado son sensibles a la inflación, verán un impacto directo o indirecto a través de los movimientos de los tipos de interés. En el lado del pasivo, la inflación afecta a las aseguradoras a través de los mayores costes de los siniestros, principalmente relevante para las líneas de negocio de No Vida, ya que en el de Vida las prestaciones están estipuladas al inicio del contrato y no aumentan con la evolución de los precios. Hay que tener en cuenta, además, que la inflación de los siniestros tiende a superar la tasa de inflación general⁶.

Por último, la sensibilidad a la inflación y a los tipos de interés depende también de forma crucial de la brecha de duración entre los activos y los pasivos de las entidades aseguradoras. Así, las que tienen brechas de duración positivas tienen más probabilidades de verse afectadas negativamente por la inflación que las que tienen brechas de duración negativas, como las aseguradoras de Vida. Teniendo en cuenta el anterior contexto, el Comité aconsejó adoptar cinco medidas a las autoridades nacionales e instituciones financieras que se sintetizan a continuación.

Riesgo en la calidad de los activos

En primer término, se aconseja una política de vigilancia estrecha de la calidad de los activos, en especial en las carteras de préstamos con vulnerabilidades por la pandemia, los cuales se enfrentan a una recuperación más lenta y en los préstamos asignados bajo la fase 2 de las NIIF que apuntan a un deterioro de la calidad de los activos. Adicionalmente, el 35% de los bancos planean liberar total o parcialmente la cobertura para cubrir posibles pérdidas relacionadas con la pandemia y los supervisores deben seguir vigilando de cerca la adecuación de las provisiones de los bancos.

Riesgo de tipos de interés

Se recomienda una política de seguimiento adecuado a los agentes financieros y prestatarios, ya que el incremento esperado en los tipos oficiales de interés y el ajuste en las primas de riesgo afecta tanto en el activo (menor valor razonable de las carteras de inversión y mayores provisiones para pérdidas crediticias) como en el pasivo (menor crecimiento de préstamos y reducción en la valoración de la provisión técnica), así como mayores costes de financiación y morosidad a largo plazo. Asimismo, podría afectar al ajuste en las valoraciones inmobiliarias en Europa, cuya exposición por parte de los bancos se ha identificado como un riesgo relevante.

Riesgo de inflación

El aumento de la demanda tras la recuperación de la pandemia y el incremento en el precio de la energía tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia, han provocado un aumento del riesgo de inflación persistente y estanflación. La fragmentación financiera podría ejercer presión en la estabilidad de precios. La inflación, por su parte, tiene su impacto en el rendimiento real de los activos y en el cálculo para la tarificación de nuevos productos financieros y aseguradores. En este sentido, los contratos con participación en beneficios y los fondos de inversión en activos subyacentes con protección contra la inflación pueden ayudar a mantener la rentabilidad del asegurado.

La reducción del poder adquisitivo en los hogares y un nuevo ciclo de política monetaria más restrictiva, son los resultados de las medidas que se implementan para controlar el riesgo de inflación. Los tipos de interés de referencia de la Reserva Federal de los Estados Unidos subieron 25 y 50 puntos básicos (pbs) en marzo y mayo, respectivamente, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) subió 50 pbs en julio de 2022. Siguió al alza con las últimas subidas de 75 pbs en septiembre, tanto por parte de la Reserva Federal como del BCE. Los fondos de inversión también redujeron el vencimiento medio ponderado de sus carteras de 44 a 30 días (el más bajo en 3 años) para reducir el riesgo de tipos de interés y mejorar la resistencia a una subida de tipos.

Riesgo de inversión en criptoactivos

Se sugiere, igualmente, una política de concienciación y vigilancia de los elevados riesgos que conllevan para los minoristas la compra de criptoactivos y productos relacionados. Dada la volatilidad y el reciente movimiento de liquidación de los criptoactivos (cuya retirada de depósitos tuvieron que ser suspendidas temporalmente en algunos casos en junio), requieren una supervisión por las entidades en aras de trasladar una

información más eficaz que coadyuven a no agravar los riesgos de inversión.

Riesgo medioambiental y cibernético

Los riesgos cibernéticos relacionados con el comienzo de la invasión de Ucrania siguen siendo elevados, aunque los incidentes han sido más limitados. Así, las instituciones financieras y supervisores deben asegurarse de que existe un marco de control y tecnológico adecuado. En este sentido, el DORA (reglamento de Resiliencia Operativa Digital, por sus siglas en inglés) está previsto que entre en vigor en 2023 y pretende consolidar los requisitos sobre el riesgo de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC) que actualmente está repartido en diversas legislaciones (MiFID, NIS, DSP2). En particular, EIOPA trabajará incluyendo el riesgo cibernético como parte de su metodología de las pruebas de estrés de seguros.

En cuanto al riesgo medioambiental, la emisión por parte de las empresas de la UE de bonos medioambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés) se mantienen, a pesar de la incertidumbre provocada por la invasión rusa, mientras que la emisión de los bonos corporativos, en general, ha caído un 32% comparado con principios del año 2021.

Impacto de la invasión de Ucrania en los mercados financieros y aseguradores

La calificación crediticia de empresas y Estados (especialmente en Rusia y Ucrania) presenta rebajas. La probabilidad de que se materialice el riesgo de crédito, por el deterioro macroeconómico y la subida de tipos de interés, ha aumentado, aunque la exposición de fondos europeos en Rusia es menos del 0,1% y la exposición de las aseguradoras de la UE a los activos emitidos en Rusia, Ucrania y Bielorrusia es también inferior al 0,1% y están instrumentados en fondos de inversión (representan el 84% de este tipo de inversiones) destinados en bonos soberanos y renta

variable fundamentalmente, y donde el 42% corresponde a carteras indexadas o *unit-linked*, cuyo riesgo es asumido por los tomadores de seguros. Más importantes aún son los efectos de segunda ronda derivados de la falta de confianza de consumidores y empresas con efectos indirectos en los sectores más expuestos, como el gas y la energía o el sector bancario donde las aseguradoras conservan el 3% de sus acciones y el 7,5% de los bonos corporativos.

Por su parte, el mercado de materias primas se vio afectado fundamentalmente por la menor oferta en virtud de las sanciones tras la invasión rusa y las menores exportaciones de Ucrania de productos básicos. Todo lo anterior provocó presiones inflacionistas desde febrero que se han reflejado en el precio del crudo, en los productos agrícolas y en el gas natural, así como en un crecimiento de la rentabilidad de los fondos de inversión de materias primas (mientras que, en el resto de los fondos, en general, se redujo).

En síntesis, las perspectivas para el sector asegurador están marcadas por la incertidumbre, la alta inflación, la retirada de la política económica acomodaticia y un crecimiento de la volatilidad por las perturbaciones de oferta, que podrían potenciar algunos de los riesgos citados anteriormente.

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,9	2,3	-2,8	5,9	1,7	0,2	2,9	2,3	-2,8	5,9	1,6	-0,5
Eurozona	1,8	1,6	-6,2	5,2	3,1	0,0	1,8	1,6	-6,2	5,2	2,9	-0,3
Alemania	1,0	1,1	-4,1	2,6	1,4	-0,4	1,0	1,1	-4,1	2,6	1,2	-1,0
Francia	1,8	1,9	-7,9	6,8	2,6	0,6	1,8	1,9	-7,9	6,8	2,4	0,2
Italia	0,8	0,5	-9,1	6,7	3,4	-0,1	0,8	0,5	-9,1	6,7	3,2	-0,4
España	2,3	2,0	-11,3	5,5	4,4	1,0	2,3	2,0	-11,3	5,5	4,2	0,6
Reino Unido	1,7	1,6	-11,0	7,5	4,0	-0,4	1,7	1,6	-11,0	7,5	3,9	-0,6
Japón	0,6	-0,4	-4,6	1,7	1,6	1,6	0,6	-0,4	-4,6	1,7	1,6	1,4
Mercados emergentes	4,6	3,7	-2,0	6,8	3,7	3,7	4,6	3,7	-2,0	6,8	3,4	3,4
América Latina	1,2	0,1	-7,0	6,8	3,5	1,7	1,2	0,1	-7,0	6,8	3,4	0,8
México	2,2	-0,2	-8,2	5,0	2,0	1,0	2,2	-0,2	-8,2	5,0	1,9	0,6
Brasil	1,7	1,2	-4,2	4,9	2,7	0,9	1,7	1,2	-4,2	4,9	2,6	0,4
Argentina	-2,6	-2,0	-9,9	10,4	3,7	0,9	-2,6	-2,0	-9,9	10,4	3,6	-0,6
Colombia	2,6	3,2	-7,0	10,7	6,7	2,0	2,6	3,2	-7,0	10,7	6,6	-0,8
Chile	4,0	0,7	-6,2	11,9	2,3	-0,5	4,0	0,7	-6,2	11,9	2,2	-0,9
Perú	4,0	2,3	-11,0	13,6	2,7	2,5	4,0	2,3	-11,0	13,6	2,6	1,7
Emergentes europeos¹	3,4	2,5	-1,8	6,7	0,0	0,6	3,4	2,5	-1,8	6,7	-0,1	0,2
Turquía	3,0	0,8	1,9	11,4	4,8	1,8	3,0	0,8	1,9	11,4	4,7	0,8
Asia Pacífico	6,6	5,9	1,6	7,7	3,4	4,9	6,6	5,9	1,6	7,7	3,3	3,8
China	6,7	6,0	2,2	8,1	3,2	5,0	6,7	6,0	2,2	8,1	3,1	3,7
Indonesia	5,2	5,0	-2,1	3,7	5,3	4,7	5,2	5,0	-2,1	3,7	5,2	4,5
Filipinas	6,3	6,1	-9,5	5,7	6,4	4,9	6,3	6,1	-9,5	5,7	6,3	4,6
Mundo	3,6	2,9	-3,1	6,1	3,2	2,7	3,6	2,9	-3,1	6,1	3,0	2,0

Fuente: MAPFRE Economics

¹Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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

Tabla A-2
Escenarios Base y Estresado: inflación
 (promedio anual, %)

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,4	1,8	1,2	4,7	8,0	4,1
Eurozona	1,8	1,2	0,3	2,6	8,2	5,4
Alemania	1,7	1,4	0,5	3,1	8,2	6,0
Francia	1,9	1,1	0,5	1,6	5,7	4,4
Italia	1,1	0,6	-0,1	1,9	7,8	5,0
España	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,8	4,8
Reino Unido	2,5	1,8	0,9	2,6	8,9	6,5
Japón	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,2	1,5
Mercados emergentes	4,9	5,1	5,2	5,9	9,9	8,1
América Latina	6,6	7,7	6,4	9,8	14,1	11,4
México	4,9	3,6	3,4	5,7	8,0	5,4
Brasil	3,7	3,7	3,2	8,3	9,0	5,7
Argentina	34,3	53,5	42,0	48,4	72,4	81,0
Colombia	3,2	3,5	2,5	3,5	10,0	7,9
Chile	2,3	2,3	3,0	4,5	11,6	7,3
Perú	1,3	2,1	1,8	4,0	7,7	5,2
Emergentes europeos ¹	6,4	6,6	5,3	9,5	27,8	19,4
Turquía	16,3	15,2	12,3	19,6	72,1	42,0
Asia Pacífico	2,3	2,9	2,5	1,0	2,6	2,6
China	2,1	2,9	2,5	0,9	2,3	2,4
Indonesia	3,3	2,8	2,0	1,6	4,6	4,5
Filipinas	5,3	2,4	2,4	3,9	5,4	4,0
Mundo	3,6	3,5	3,2	4,7	8,8	6,5

	Escenario Estresado (EE)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,4	1,8	1,2	4,7	8,1	5,5
Eurozona	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	6,3
Alemania	1,7	1,4	0,5	3,1	8,1	6,6
Francia	1,9	1,1	0,5	1,6	5,9	5,0
Italia	1,1	0,6	-0,1	1,9	8,0	6,0
España	1,7	0,7	-0,3	3,1	9,0	5,5
Reino Unido	2,5	1,8	0,9	2,6	9,1	7,2
Japón	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,3	2,0
Mercados emergentes	4,9	5,1	5,2	5,9	10,1	8,3
América Latina	6,6	7,7	6,4	9,8	14,2	12,1
México	4,9	3,6	3,4	5,7	8,0	6,6
Brasil	3,7	3,7	3,2	8,3	9,8	7,9
Argentina	34,3	53,5	42,0	48,4	74,5	89,0
Colombia	3,2	3,5	2,5	3,5	10,7	8,5
Chile	2,3	2,3	3,0	4,5	11,8	8,0
Perú	1,3	2,1	1,8	4,0	7,8	6,4
Emergentes europeos ¹	6,4	6,6	5,3	9,5	27,9	22,0
Turquía	16,3	15,2	12,3	19,6	73,1	51,0
Asia Pacífico	2,3	2,9	2,5	1,0	2,7	3,4
China	2,1	2,9	2,5	0,9	2,4	3,2
Indonesia	3,3	2,8	2,0	1,6	4,7	5,6
Filipinas	5,3	2,4	2,4	3,9	5,5	4,6
Mundo	3,6	3,5	3,2	4,7	8,9	6,8

Fuente: MAPFRE Economics

¹Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

[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)					
	2018	2019	2020	2021 _(e)	2022 _(p)	2023 _(p)
Estados Unidos	2,69	1,92	0,93	1,52	4,10	3,50
Eurozona	1,17	0,32	-0,19	0,32	2,15	2,20

Escenario Estresado (EE)					
2018	2019	2020	2021 _(e)	2022 _(p)	2023 _(p)
2,69	1,92	0,93	1,52	4,50	4,50
1,17	0,32	-0,19	0,32	2,85	2,46

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

[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)					
	2018	2019	2020	2021 _(e)	2022 _(p)	2023 _(p)
USD-EUR	0,87	0,89	0,81	0,88	1,02	0,99
EUR-USD	1,15	1,12	1,23	1,13	0,98	1,01
GBP-USD	1,28	1,32	1,36	1,35	1,10	1,12
USD-JPY	110,83	109,12	103,54	115,00	145,44	137,43
USD-CNY	6,88	6,99	6,52	6,35	7,08	6,56

Escenario Estresado (EE)					
2018	2019	2020	2021 _(e)	2022 _(p)	2023 _(p)
0,87	0,89	0,81	0,88	1,02	1,00
1,15	1,12	1,23	1,13	0,98	1,00
1,28	1,32	1,36	1,35	1,10	1,12
110,83	109,12	103,54	115,00	145,51	138,91
6,88	6,99	6,52	6,35	7,09	6,65

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

[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)					
	2018	2019	2020	2021 _(e)	2022 _(p)	2023 _(p)
Estados Unidos	2,50	1,75	0,25	0,25	4,25	3,25
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,00
China	3,25	3,25	3,00	3,00	4,25	4,25

Escenario Estresado (EE)					
2018	2019	2020	2021 _(e)	2022 _(p)	2023 _(p)
2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	4,25
0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,50
3,25	3,25	3,00	3,00	2,75	2,75

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 26 octubre 2022.

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

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: PIB e inflación	11
Gráfica 1.1.1-b	Economías seleccionadas: probabilidades de recesión	11
Gráfica 1.1.2-a	Estados Unidos y Eurozona: precios del gas	12
Gráfica 1.1.2-b	Alemania y Estados Unidos: reservas de petróleo y flujos de gas	12
Gráfica 1.1.2-c	Estados Unidos y Eurozona: inflación y swaps	13
Gráfica 1.1.2-d	Global: índice de precios de materia primas	13
Gráfica 1.1.2-e	Economías seleccionadas: masa monetaria (M2)	14
Gráfica 1.1.2-f	Estados Unidos: valor del dólar vs otras divisas	14
Gráfica 1.1.2-g	Reino Unido: índice Gilt	21
Gráfica 1.1.2-h	Eurozona: primas de riesgo	21
Gráfica 1.1.2-i	Asia: índice de restricciones	22
Gráfica 1.1.2-j	Global: cadenas de suministro	22
Gráfica 1.1.3-a	Estados Unidos: empleo e ISM	23
Gráfica 1.1.3-b	Economías seleccionadas: expansión cuantitativa (% PIB)	23
Gráfica 1.1.3-c	Eurozona: precios de energía	24
Gráfica 1.1.3-d	Eurozona: PMIs manufactureros	24
Gráfica 1.1.3-e	China: PMIs	24
Gráfica 1.1.3-f	China: índice de sentimiento sobre vivienda	24
Gráfica 1.1.3-g	Economías seleccionadas: niveles de deuda externa (% del PIB)	25
Gráfica 1.1.3-h	Mercados desarrollados: PMIs	25
Gráfica 1.1.3-i	Mercados emergentes: PMIs	25
Gráfica 1.1.5	Balance de riesgos de corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales	33

Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	37
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	37
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	40
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	40
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	42
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	42
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	44
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	44
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	46
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	46
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	48
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	48
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB	50
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	50
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	52
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	52
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB	54
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	54
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	56
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	56
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB	58
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	58
Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB	60
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	60
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB	62
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	62
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB	64
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	64
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	66
Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo	68
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	69
Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	70

Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	71
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	73
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	73
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	74

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	37
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	40
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	42
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	44
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	46
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	48
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	50
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	52
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	54
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	56
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	58
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	60
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	62
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	64
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto	79
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	80
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	81
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	81
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	81

Recuadros

Recuadro 1.1.2	Actualización de política monetaria	15
Recuadro 1.1.3	Análisis de vulnerabilidad emergente: evolución del Índice de Riesgo Emergente (ERI)	26

Referencias

1/ Véase: MAPFRE Economics (2022), *Panorama económico y sectorial 2022: perspectivas hacia el tercer trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

2/ Véase: <https://www.cNBC.com/2022/09/14/map-of-amazon-warehouse-closures.html>

3/ Basta tomar como ejemplo las siderúrgicas Mittal (de propiedad de origen indio) que están cerrando “temporalmente” fábricas en Alemania y en España.

4/ Las gráficas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA muestran los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2021, así como el nivel de las últimas curvas publicadas correspondientes a los meses de junio y septiembre de 2022. Asimismo, en la versión interactiva a la que puede accederse a través de vínculo indicado en cada una de ellas, pueden visualizarse otros meses y divisas.

5/ Véase: https://www.eiopa.europa.eu/document-library/report/joint-committee-report-risks-and-vulnerabilities-eu-financial-system-1_en

6/ Cabe señalar que, en Europa, no se dispone de series temporales sobre las estimaciones de la inflación de los siniestros, por lo que cada aseguradora suele hacer su propia previsión específica de cada línea de negocio. Sin embargo, el aumento de los costes generales puede tener una implicación negativa en la rentabilidad, tanto para los seguros de Vida como para los de No Vida.

Otros informes de MAPFRE Economics

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

MAPFRE Economics (2022), *Ahorro global tras la pandemia e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

MAPFRE Economics (2022), *Panorama económico y sectorial 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *GIP-MAPFRE 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

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

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

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

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

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

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



AVISO

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

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

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

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

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid