

Fundación **MAPFRE**

**PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2024**

MAPFRE Economics



Panorama económico y sectorial 2024

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 (2024), *Panorama económico y sectorial 2024*,
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:
2024, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Enero, 2024.

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.mx

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

Alfonso Herrero de Egaña Sánchez-Robles

Javier Calle Romero

Natalia Bernal García

Pablo Carmona Priego

Sofía Peña González

Contenido

Presentación	9
Introducción	11
Resumen ejecutivo	13
1. Panorama económico	15
1.1. El panorama económico global	15
1.1.1 De la incomodidad por el aterrizaje a la tranquilidad por las turbulencias	15
1.1.2 Perspectivas y dinámicas regionales	27
1.1.3 Escenarios y previsiones	31
1.1.4 Balance de riesgos	32
1.2. Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	36
1.2.1 Estados Unidos	36
1.2.2 Eurozona	38
1.2.3 España	40
1.2.4 Alemania	42
1.2.5 Italia	44
1.2.6 Reino Unido	47
1.2.7 Japón	49
1.2.8 Turquía	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	67
2.1. El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora.	67
2.1.1 Mercados globales	67
2.1.2 Eurozona.	69
2.1.3 Alemania	71
2.1.4 Italia	71
2.1.5 España	72
2.1.6 Reino Unido	73
2.1.7 Estados Unidos	74
2.1.8 Brasil	75
2.1.9 México	76
2.1.10 Argentina	77
2.1.11 Turquía	77
2.1.12 China	78
2.1.13 Japón	79
2.1.14 Filipinas	80
2.1.15 Reaseguro	81
2.2. Tendencias regulatorias y de supervisión	81
2.2.1. Reforma de Solvencia II	81
2.2.2. Informe de estabilidad financiera 2023 de EIOPA	82
2.2.3 Informe de la IAIS sobre el mercado global de seguros	85
 Apéndice A: previsiones macroeconómicas	 89
 Apéndice B: previsiones de crecimiento de primas	 93
 Índice de tablas, gráficas y recuadros	 95
 Referencias	 99

Presentación

El análisis de la situación económica global y de un grupo de economías seleccionadas, su repercusión en el desempeño del sector asegurador, así como las previsiones macroeconómicas y de seguros para los próximos años, son temas objeto de esta nueva edición del informe *Panorama económico y sectorial 2024*, que elabora MAPFRE Economics y publica Fundación MAPFRE.

De acuerdo con este informe, en 2023, la actividad económica demostró ser más resiliente de lo inicialmente anticipado, a pesar de la elevada incertidumbre con la que comenzó el año. Así, 2023 se caracterizó por ser un año desafiante en términos de predicción, con riesgos tanto propios de la macroeconomía como ajenos a la misma, y sometido a un reequilibrio constante de incertidumbres. Hacia 2024, el informe anticipa un crecimiento económico global más débil en la mayor parte del año, con una reactivación de su dinámica hacia el final de este o a inicios de 2025. Y, en materia de inflación, alerta sobre el riesgo de que el crecimiento de los precios vuelva a ganar tracción a partir de las tensiones geopolíticas.

En lo que se refiere al panorama para el sector asegurador, se prevé que en el actual contexto de actividad económica, inflación y costes de financiación, el mercado del segmento de los seguros de Vida mantenga durante 2024-2025 un visible dinamismo, aunque menor que el de los dos años anteriores, mientras que en el segmento de los seguros de No Vida, el crecimiento nominal promedio previsto para esos años se situaría ligeramente por debajo del 5%.

Fundación MAPFRE publica anualmente el informe *Panorama económico y sectorial* y sus actualizaciones, manteniendo así su compromiso con la difusión del conocimiento económico y asegurador. Además, dispone de un amplio catálogo de publicaciones que abarca temas de gran actualidad, las cuales pueden ser consultadas de modo abierto en el fondo documental que la Fundación pone al servicio de todos los interesados en su Centro de Documentación.

Fundación MAPFRE

Introducción

Con esta versión de nuestro informe *Panorama económico y sectorial 2024*, MAPFRE Economics presenta su análisis anual respecto a las perspectivas económicas tanto a nivel global como de las principales economías y, con base en este, ofrece una revisión del contexto para el desempeño del sector asegurador. En términos generales, se prevé que, para 2024, las tensiones geopolíticas y otros riesgos clave del pasado se mantengan, en tanto se prevé que la política monetaria entre en una etapa de moderación a la espera de convalidar la efectividad de las medidas tomadas hasta el momento. En lo que se refiere a la actividad económica, el desempeño global se prevé más débil que el año previo, con una gradual desaceleración del crecimiento que podría tocar fondo de cara a la recta final de 2024 o a principios de 2025. Por lo que respecta a la inflación, aún será necesario concluir su control, pero se reaviva el riesgo de que, a corto plazo, vuelva a repuntar con los problemas geopolíticos y efectos base menos favorables.

De esta forma, se prevé cierto declive en el crecimiento económico durante 2024, seguido de una moderada recuperación en 2025. En el *escenario base* se observa una actividad global que crecería en torno al 2,3% y 2,6% en 2024 y 2025, respectivamente, mientras que, en materia de precios, se anticipa una inflación media para estos años del 4,4% y 3,3%, en cada caso. Por su parte, en el *escenario estresado* se prevé un más débil crecimiento económico global, el cual se situaría en el 1,4% y 1,5% en 2024 y 2025, y una inflación promedio en el entorno del 4,8% y 2,9% para cada uno de esos años.

Los efectos sobre el nivel de actividad económica de unas condiciones de financiación endurecidas y de la contracción del crédito en gran parte de las economías seguirán trasladándose a la economía real en forma de menores crecimientos, dibujando con ello un panorama para la actividad aseguradora de crecimientos moderados en el volumen de negocio, especialmente para aquellos segmentos más vinculados al ciclo económico. Con todo, se anticipa que la rentabilidad del sector asegurador, que ha sufrido en los dos últimos años por el fuerte repunte de la inflación, observe una mejoría por las revisiones al alza de las primas de seguros y por la moderación en el crecimiento de los costes de las aseguradoras a medida que se controla el aumento de los precios.

MAPFRE Economics

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2024

Panorama económico

A principios de 2023, el contexto era de una incertidumbre elevada, la transición inequívoca hacia una fase marcada por la desaceleración del crecimiento económico y la generalización de eventos de riesgo que podrían conducir a escenarios de "aterrizaje duro" en economías desarrolladas y emergentes. Respecto a la dinámica de los precios, las cifras de inflación seguían mostrando una persistencia no anticipada y, en cierta forma, incompatible con la relativa pasividad de los bancos centrales. Sin embargo, y a pesar de las renovadas preocupaciones en el sector financiero, el desarrollo del comienzo del año fue tamizando la visión pesimista, dando paso a un moderado optimismo, pero "con cautelas", en la medida en que la inestabilidad financiera persistía.

A lo largo de los siguientes trimestres, se extendió el tono positivo a medida que la actividad económica demostraba ser más resiliente de lo inicialmente anticipado, en un contexto inflacionario más benigno, en buena medida gracias a la normalización de los precios de la energía y la caída del precio de las materias primas. Todo ello, a pesar de tratarse de un escenario no exento de catalizadores de riesgo, como las crisis bancarias, las rebajas del rating de Estados Unidos, las tensiones en Oriente Medio y la continuación de la guerra de Ucrania, entre otros.

En suma, 2023 se caracterizó por ser un año desafiante en términos de predicción, con riesgos de toda índole (macro-financieros, geopolíticos, tecnológicos, etc.), y sometido a un reequilibrio constante de incertidumbres, con *shocks* que se desvanecen, conflictos que se cristalizan y tensiones que emergen.

Ahora bien, en 2024, se prevé que las dificultades geopolíticas y otros riesgos clave del pasado se mantengan, mientras que la política monetaria entra en una etapa de moderación a la espera de convalidar la efectividad de las medidas tomadas hasta el momento, y se espera que la política fiscal deje de ser un soporte adicional como lo ha sido en el pasado. Hasta ahora, las incertidumbres geopolíticas parecen estar contenidas, aunque la complejidad de las cadenas de suministro y su interconexión, así como la presencia de riesgos de cola que no se manifestaron en 2023, pueden hacerlas resurgir y poner a prueba la resiliencia del comercio mundial tras las reordenaciones económicas globales (*nearshoring/friendshoring*).

Por lo que toca a la actividad económica, el desempeño global se espera más débil, con una gradual desaceleración del crecimiento que podría tocar fondo de cara a la recta final de 2024 o a principios de 2025. Y por lo que respecta a la inflación, aún es necesario controlarla, además de que se reaviva el riesgo de que, a corto plazo, vuelva a repuntar como resultado de los problemas geopolíticos y de efectos base menos favorables.

En síntesis, la economía global se encamina hacia un ajuste a corto plazo, buscando un equilibrio entre la oferta y una demanda menos activa, con nuevos precios aún por definir. Este escenario sugiere un ajuste de mitad de ciclo, en donde los avances en la oferta continúan de manera gradual y positiva, mientras que la demanda se mantiene en niveles más débiles o estancados. Los bancos centrales de todo el mundo están a la espera de este proceso, buscando establecer una nueva tasa de equilibrio o tipo de interés neutral que se adapte a los nuevos niveles de precios. Las decisiones de los bancos centrales jugarán un papel crucial en determinar si el ajuste ha sido

lo suficientemente preciso para prolongar el actual ciclo de expansión, o si, por el contrario, los efectos acumulados de la política monetaria indican una ruptura clásica de final de ciclo.

De esta forma, se prevé cierto declive en el crecimiento económico durante 2024, seguido de una moderada recuperación en 2025. En el *escenario base* considerado en este informe se observa un escenario de actividad global al alza (2,3% y 2,6% en 2024 y 2025), mientras que, en materia de precios, se prevé una inflación media para estos años del 4,4% y 3,3%, respectivamente. Por su parte, en el *escenario estresado* (de naturaleza alternativa) se prevé un más débil crecimiento económico global que se situaría en el 1,4% y 1,5% en 2024 y 2025, y una inflación promedio en el entorno del 4,8% y 2,9% para cada uno de esos años.

Panorama sectorial

Los efectos sobre el nivel de actividad económica de unas condiciones de financiación endurecidas y de la contracción del crédito en gran parte de las economías del orbe seguirán trasladándose a la economía real en forma de menores crecimientos, dibujando un panorama para la actividad aseguradora de crecimientos moderados en el volumen de negocio, especialmente para aquellos segmentos más vinculados al ciclo económico y al volumen de crédito, como son el seguro de Autos, los relacionados con la construcción y la inversión empresarial o los seguros de Vida riesgo.

Por otro lado, las expectativas de futuros recortes de tipos de interés por parte de los principales bancos centrales están generando movimientos en las curvas de tipos de interés con tendencia a la baja. No obstante, los altos niveles de los tipos de interés comparados con los de la última década, así como la expectativa de que puedan continuar bajando, seguirá favoreciendo el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro. El entorno sigue marcado por unas curvas de tipos de interés libres de riesgo invertidas en los principales mercados, particularmente en Estados Unidos y en la Eurozona, lo que obliga a adaptar la oferta a una situación en la que no se puede ofrecer una prima por plazo positiva en los productos de mayor duración, por la pendiente negativa de la curva de tipos de interés.

En cuanto al riesgo de crédito, el encarecimiento del coste de financiación en un entorno de altos niveles de endeudamiento y de elevados déficits fiscales de los gobiernos, muchos de ellos en procesos electorales, podría tensionar las primas de riesgo en los próximos meses. La renta variable, por su parte, tuvo un buen comportamiento en 2023 con la ayuda de las expectativas de bajadas de tipos de interés. Este entorno sigue favoreciendo el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que pueden ampliar la composición de los activos de referencia hacia un mayor peso de la renta fija en la combinación de productos que se ofrezcan en el mercado.

Por último, en cuanto a la rentabilidad del sector asegurador, que ha sufrido en los dos últimos años por el fuerte repunte de la inflación, se espera una mejoría por las revisiones al alza de las primas de seguros y la moderación en el crecimiento de los costes de las aseguradoras, a medida que se modera el aumento de los precios. Por otro lado, los mayores ingresos financieros de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras contribuirán también a esta previsible mejora de la rentabilidad. Sin embargo, el aumento en la frecuencia y severidad de los eventos catastróficos de la naturaleza a consecuencia del cambio climático y, en algunos mercados, la mayor litigiosidad en las reclamaciones, podrían actuar en sentido contrario, presionando la rentabilidad y la oferta de coberturas, y ampliando gradualmente la brecha de aseguramiento.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

1.1.1 De la incomodidad por el aterrizaje a la tranquilidad por las turbulencias

En retrospectiva, el año 2023 comenzaba en un contexto de incertidumbre elevada, la transición inequívoca hacia una fase de desaceleración del crecimiento económico y la generalización de eventos de riesgo que podrían conducir a escenarios de "aterrizaje duro" en economías desarrolladas y emergentes, aunque con divergencias entre ellas¹. Las economías más vinculadas a sectores cíclicos (industria, manufacturas y materias primas) comenzaban a mostrar los primeros síntomas de debilidad frente a la fase de consolidación de las economías orientadas al sector servicios. En clave de precios, las cifras de inflación seguían mostrando una persistencia no anticipada e incompatible con la relativa pasividad de los bancos centrales, posicionados hacia un endurecimiento adicional, pero diletante, de las condiciones financieras. Sin embargo, y a pesar de las renovadas preocupaciones en el sector financiero, el desarrollo del comienzo del año fue tamizando la visión pesimista, dando paso a un moderado optimismo, pero "con cautelas", en la medida en que la inestabilidad financiera persistía.

En los trimestres posteriores², persistió y se extendió el tono positivo a medida que la actividad económica demostraba ser más resiliente de lo inicialmente anticipado, en un contexto inflacionario aún más benigno, gracias al efecto base del año 2022, la normalización de los precios de la energía y la caída del precio de las materias primas. Este escenario inesperadamente más benigno permitió, pese a no estar exento de catalizadores de riesgo (crisis bancarias, rebajas del rating de Estados Unidos, tensiones en Oriente Medio, continuación de la guerra de Ucrania, etc.), una reacción de bajo perfil tanto en los mercados como en los canales de transmisión financiera, posibilitando

a los principales bancos centrales ofrecer una hoja de ruta más pausada, dependiente de los datos y, en general, compatible con la visión de fin del ciclo de endurecimiento monetario.

Hacia final de 2023 e inicios de 2024, se presentaron efectivamente recesiones, pero contadas, en varios países de Europa y América Latina, y su severidad fue menor de la anticipada. Sin embargo, la recuperación de esas tenues recesiones también ha sido modesta, mostrando que los catalizadores del crecimiento se han ido estancando e incluso agotando en algunos casos. La situación anterior acontece, además, en un entorno de incertidumbre geopolítica global, fluida y persistente, y en un contexto multipolar de pugna por la dominancia regional y global. Así, 2023 se ha caracterizado por ser un año desafiante en términos de predicción, con riesgos tanto propios de la macroeconomía como ajenos a la misma, y sometido a un reequilibrio constante de incertidumbres, con *shocks* que se desvanecen, conflictos que se cristalizan y tensiones que emergen.

Visión a corto plazo: ¿el vaso medio lleno o medio vacío?

En 2024, se prevé que las dificultades geopolíticas y otros riesgos clave del pasado se mantengan, mientras que la política monetaria entra en una etapa de moderación a la espera de convalidar la efectividad de las medidas tomadas hasta el momento, y se espera que la política fiscal deje de ser un soporte adicional como lo ha sido en el pasado. En referencia a la actividad económica, el desempeño global se espera más débil, con una gradual desaceleración del crecimiento que podría tocar fondo de cara a la recta final de 2024 o principios de 2025, aunque se prevé que la recuperación cíclica sea muy moderada. Por lo que respecta a la inflación, aún es necesario terminar de controlarla, pero se reaviva el riesgo de que, a corto plazo, vuelva a repuntar como resultado de tensiones y proble-

mas geopolíticos (mar Rojo) y de efectos base menos favorables.

Cabe destacar que, hasta la fecha, las incertidumbres geopolíticas parecen estar contenidas, o al menos se han mostrado compatibles con la evolución positiva de la oferta en su proceso de reequilibrio con la demanda. Sin embargo, la complejidad de las cadenas de suministro y su interconexión, así como la presencia de riesgos de cola que no se manifestaron en 2023, pueden hacerlas resurgir y poner a prueba la resiliencia del comercio mundial tras las reordenaciones económicas globales (*nearshoring/friendshoring*), y testar si el ajuste de la demanda es “de facto” a ojos de los bancos centrales.

Durante esta etapa del ciclo, la oferta ha evolucionado coherentemente con la demanda, permitiendo a ambos, hasta el momento, que la inflación se ajuste gradualmente y se consolide (junto a la actividad económica) en un aterrizaje suave. No obstante, rara vez estos procesos eluden completamente un ajuste abrupto a lo largo de su historia, de manera que la vuelta a una expansión de baja inflación termina siendo, la mayoría de las veces, un evento de baja probabilidad. En concreto, solamente se identifican 5 de estos denominados “aterrizajes suaves” desde 1965 hasta la actualidad³, los cuales consiguieron prolongar la expansión del ciclo, destacando el de 1995 con Alan Greenspan en la Reserva Federal, cuando se registró el que, hasta la fecha, ha sido el aterrizaje más benigno. A esta dicotomía en la perspectiva, se añade la posibilidad de que 2024 abra la puerta a un escenario con casi 60 conflictos globales (Rusia-Ucrania, Israel-Hamás, Sahel, Nóvgorod, India-Pakistán, etc.) y con aproximadamente la mitad de la población mundial acudiendo en los próximos meses a las urnas para decidir las piezas del tablero político global.

Teniendo toda esta batería de variables en cuenta, la lectura⁴ es que todavía quedan turbulencias adicionales, que implican la necesidad de un esfuerzo sostenido para bajar la inflación, repercutiendo en un crecimiento por debajo del potencial. Esta foto (más fragmentada en los mercados emergentes por sus vulnerabilidades domésticas y los diferentes momentos cíclicos que enfrentan) lleva a situar el *escenario central* a una posición de cierto es-

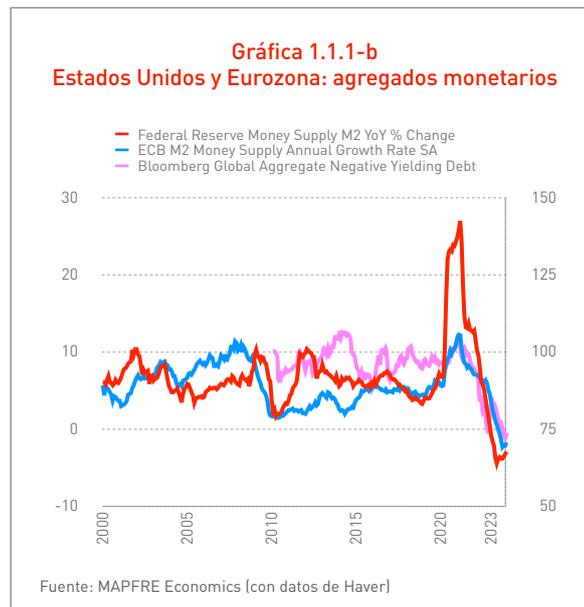
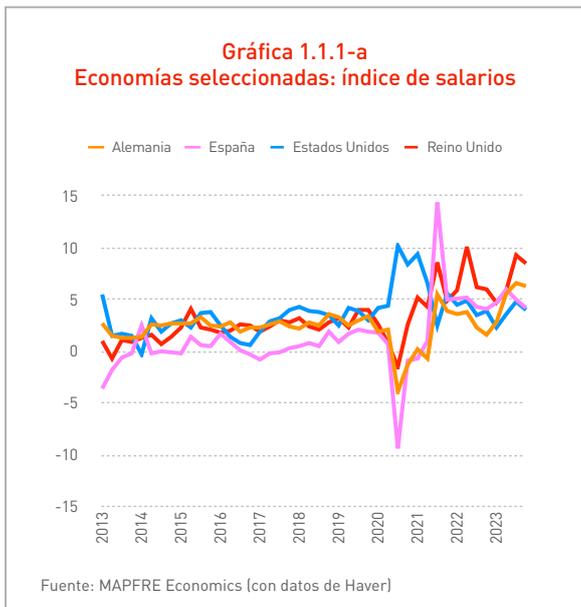
cepticismo (frente al nuevo optimismo), en el que se rescata que el razonamiento sobre un “aterrizaje duro” todavía no puede ser descartado.

Visualizando el horizonte: ¿ajuste o final de ciclo?

La economía se encamina hacia un ajuste a corto plazo, buscando un equilibrio entre la oferta y una demanda menos activa, y con nuevos precios aún por definir. Este escenario sugiere un ajuste de mitad de ciclo, en donde los avances en la oferta continúan de manera gradual y positiva, mientras que la demanda se mantiene en niveles más débiles o estancados. Entretanto, los bancos centrales de todo el mundo están a la espera de este proceso, buscando establecer una nueva tasa de equilibrio o tipo de interés neutral que se adapte a los nuevos niveles de precios y de productividad; decisiones futuras que jugarán un papel crucial en determinar si el ajuste ha sido lo suficientemente preciso para prolongar el actual ciclo de expansión, o si, por el contrario, los efectos acumulados de la política monetaria indican una ruptura clásica de final de ciclo.

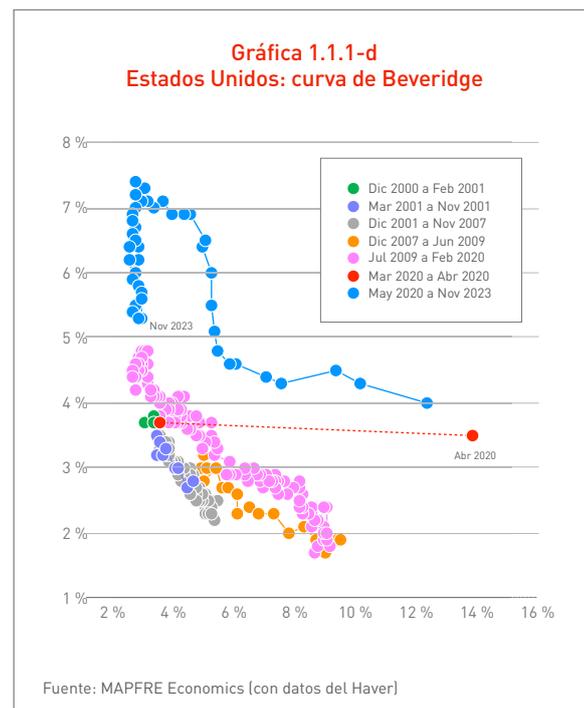
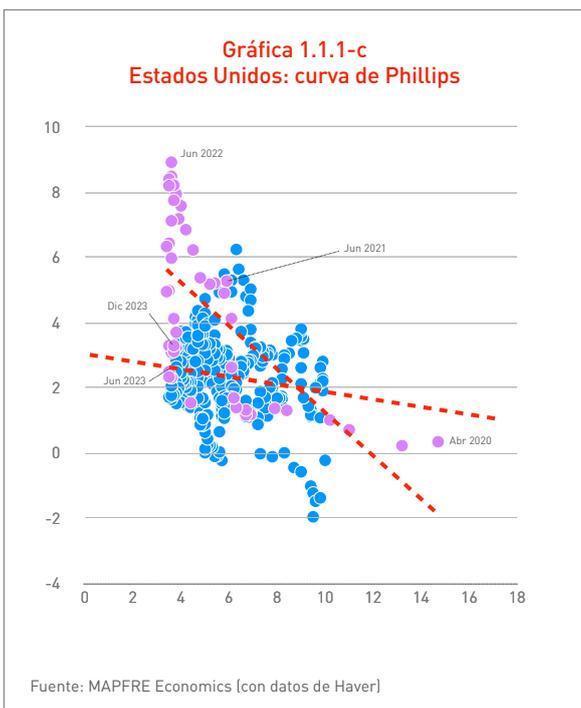
Desde la perspectiva de la demanda, es notable el comportamiento positivo del consumidor, mostrando una resistencia y resiliencia inesperadas. Esta capacidad de adaptación se ha respaldado con un “colchón de ahorro” inusual (fortalecido durante la pandemia), la solidez del mercado laboral, y políticas fiscales y monetarias expansivas. A pesar de estas fortalezas, se anticipa una evolución a la baja, debido a los desafíos y medidas adoptadas para moderar el comportamiento del consumidor.

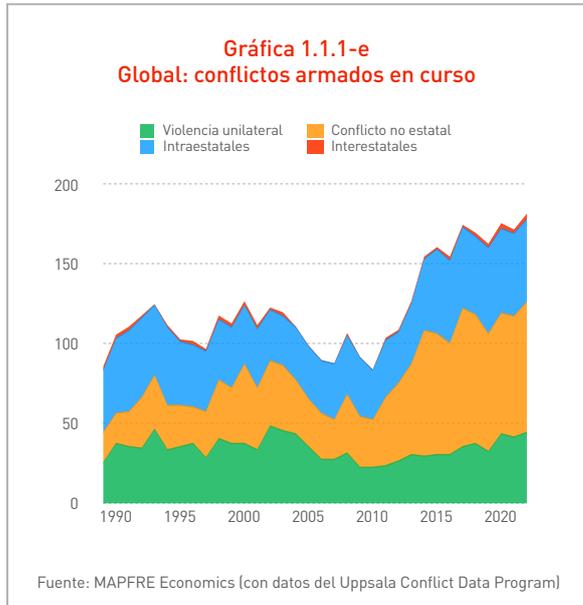
En relación con el ahorro acumulado, aunque no hay un consenso claro sobre su situación actual, se espera que deje de actuar como un catalizador positivo⁵, especialmente en los quintiles de ingresos más bajos, lo que podría ser indicativo de una fase final del ciclo económico. No obstante, esta tendencia podría cambiar en el caso de una recuperación de los salarios reales (que permitiría retomar la fase de acumulación de ahorro), o si las condiciones financieras se relajaran a corto plazo facilitando el flujo de crédito y contribuyendo a un ajuste en la mitad del ciclo.



En cuanto a la fortaleza del mercado laboral, las tasas de desempleo actuales están friccionalmente con los niveles considerados como naturales (NAIRU), lo que estadísticamente sugiere una etapa de final de ciclo. Sin embargo, debido a la situación actual y a los desafíos estructurales, como indican las curvas de Beveridge y Phillips (que señalan un desajuste en las habilidades laborales), estos factores podrían estar afectando la recuperación de la oferta y acelerando la demanda salarial. En conjunto, estos elementos contribuyen a una perspectiva de ajuste en la mitad del ciclo económico (véanse las Gráficas 1.1.1-a a 1.1.1-d).

Ahora bien, desde la perspectiva de la oferta, la previsibilidad se torna bastante compleja en el actual ciclo económico. La crisis de las cadenas de suministro, desencadenada por la pandemia, ha revelado vulnerabilidades, dependencias e interconexiones a nivel global. En la actualidad, la atención pública y privada se centra en todo el mundo en abordar estos desafíos, con especial énfasis en el proceso de *nearshoring/friendshoring*; proceso cuyos avances han sido beneficiosos para el control de la inflación.





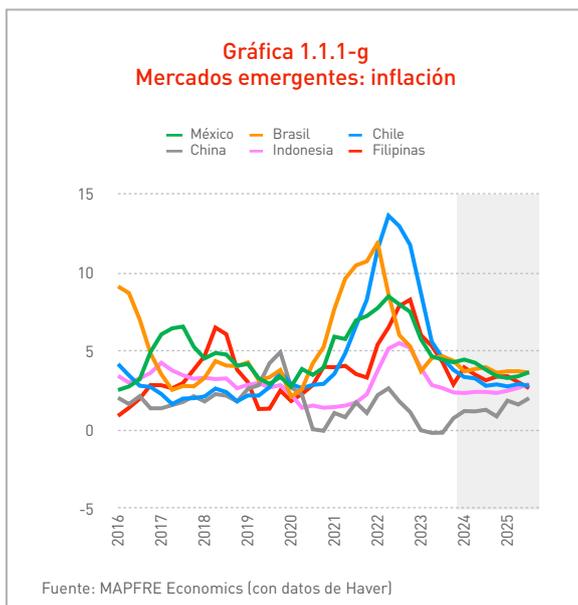
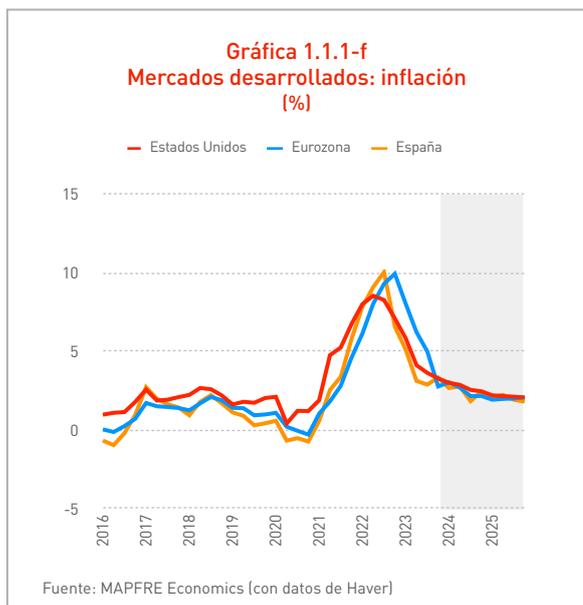
El reciente conflicto en Oriente Medio y los acontecimientos en el mar Rojo añaden una nueva grieta a un mundo multipolar, aumentando la amenaza de una ruptura definitiva (véase la Gráfica 1.1.1-e). Esto sirve como un desafortunado recordatorio de la historia y plantea nuevos desafíos para la estabilidad económica global (véase el Recuadro 1.1.1-a).

En materia de inflación, los resultados hasta la fecha han demostrado también una dinámica positiva, superando la etapa de persistencia y configurando una fase de moderación más ágil de lo inicialmente previsto. Esta caída en la dinámica de crecimiento de los precios ha venido respondiendo a una menor presión de los factores de oferta (principalmente en lo

relativo a energía y materias primas) y, en menor medida, al debilitamiento de la economía.

Desde la perspectiva de un ajuste de ciclo, cabría esperar un repunte no duradero a corto plazo de la inflación, de la mano del final de los efectos base de los precios de la energía y de las materias primas, de salarios que no conducen a efectos de segunda ronda y de vientos en contra de unas políticas fiscal y monetaria restrictivas; elementos que, de no encontrar oposición, ayudarían a consolidar las fuerzas deflacionarias, asentar la oferta disponible y permitir una fase de precios más estables.

Por otro lado, estas dinámicas en los precios, lejos de sincronizarse, parecen responder a movimientos cada vez más divergentes, asociados a una combinación de fuerzas endógenas y exógenas, así como a los mecanismos de canalización específicos para estas presiones (existe un menor control sobre la evolución de la oferta que sobre la evolución de la demanda). Estos elementos afloran tanto en la comparativa entre mercados emergentes y mercados desarrollados (con una respuesta más temprana de los primeros y movimientos más rápidos y ágiles para controlar la inflación), como dentro de los propios bloques (tanto por vulnerabilidades a factores de oferta como por mayor sensibilidad de la demanda a las políticas monetarias). Fruto de ello, las divergencias seguirán siendo un factor diferencial del proceso (véanse las Gráficas 1.1.1-f a 1.1.1-i).



Recuadro 1.1.1-a Análisis comparativo de riesgos globales

Riesgos globales

Se ha realizado un análisis para valorar el correcto encuadre de los riesgos que se considera podrían ser activadores de una transición entre un escenario central y uno de colas. En este análisis se ha llevado a cabo una revisión de los riesgos considerados por el consenso global, tal y como se expresan en los informes del World Economic Forum (WEF), categorizándolos y puntuándolos de acuerdo con la valoración subjetiva que se hace en estos informes, y se han contrastado dichos riesgos contra los que MAPFRE Economics selecciona en su balance de riesgos de corto plazo (véase la Gráfica 1.1.4 de este informe). El objeto de este análisis es comprobar si los riesgos que identifica MAPFRE Economics son comparables con los del consenso en términos de: *vigencia* (plazo de ocurrencia), *probabilidad* de acaecimiento, *severidad* (coste esperado) y *centralidad* (relación con otros riesgos). Para ello, se ha empleado un instrumento de análisis (www.gephi.org) que permite crear redes de relación entre riesgos y analizar su estructura. Empleando la taxonomía y valoración de los riesgos recogidos en el Global Risk Report del WEF, se ha creado una estructura de relaciones entre riesgos para analizar las dimensiones antes mencionadas, superponiendo dichos riesgos con los que encontramos en MAPFRE Economics.

La Gráfica A representa el mapa de interconexión de riesgos considerados por el WEF en sus informes, incluido el recientemente publicado de 2024. Al sistema se le ha atribuido una puntuación que resume *severidad*, *vigencia* y *coste esperado* de cada uno de los riesgos. También se le ha atribuido la *dirección e intensidad* de la relación de cada uno de estos riesgos con el resto de los riesgos considerados por el WEF. No se han categorizado los riesgos, sino que se ha permitido al instrumento de análisis Gephi encontrar los clústeres o agrupaciones de riesgos más consistentes con la forma topológica que revelan sus nodos y conexiones.

Del análisis realizado, se comprueba la existencia de cinco categorías. Primero, la verde oscura, que contiene nodos y sociales y sanitarios

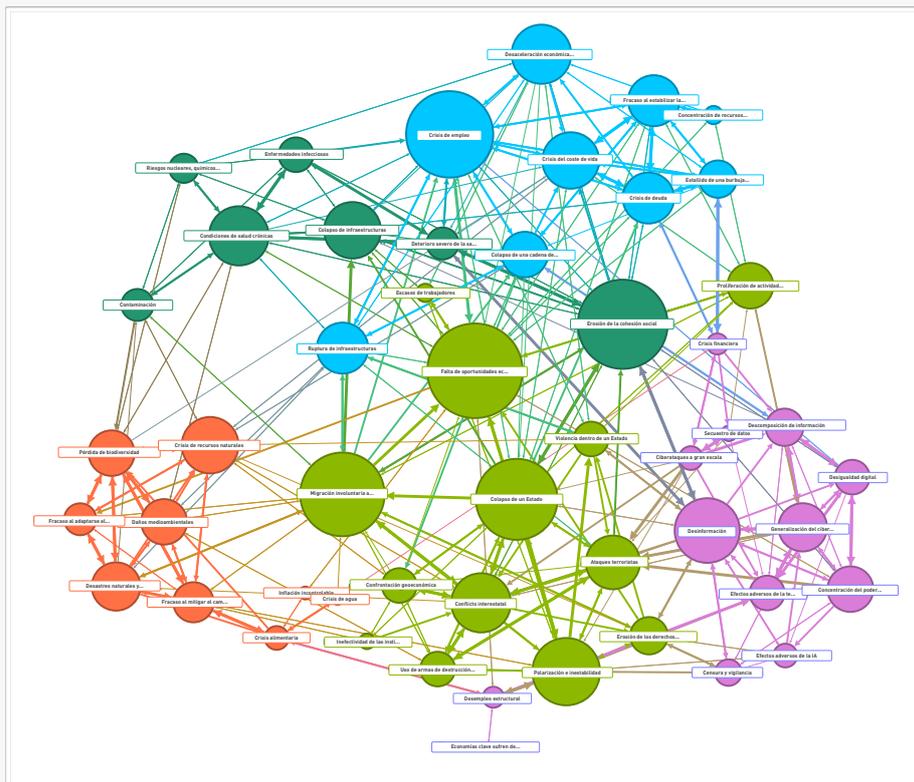
(*socio-sanitario*). Segundo, la verde claro, que agrupa los geopolíticos y de gobernanza (*geopolítico y gobernanza*). Tercero, la azul, que integra los nodos socio económicos (*socio-económicos*). Cuarto, la púrpura, que mayoritariamente trata temas tecnológicos y su efecto en la sociedad (*tecnológicos*). Y, finalmente, la naranja, que abarca temas climáticos (*climáticos*). Estas conforman las cinco agrupaciones de riesgos que recoge el WEF y traslada tanto la estructura de interrelación existente entre ellos (líneas de unión), como la importancia de cada uno de estos en términos de severidad, vigencia y probabilidad (tamaño de los nodos).

Es fácil comprobar cómo el instrumento ha considerado a los clústeres socioeconómicos, socio-sanitarios y geopolíticos como centrales (están en el centro de la estructura), y presentan valores (severidad, vigencia y probabilidad) mayores al resto, alertando de la importancia de estos riesgos. Los riesgos tecnológicos están más retirados del centro de la estructura, aunque visiblemente relacionados con las anteriores agrupaciones, en tanto que los riesgos ecológicos no solamente están más retirados, sino que son aparentemente menores y, además, presentan vínculos más débiles con el resto de los riesgos (aunque fuertes entre sí), algo que puede atribuirse a un sesgo de percepción que existe acerca de la importancia de los riesgos climáticos y sanitarios.

Ahora bien, concentrándonos en una de las medidas de centralidad por excelencia, la *closeness centrality* (que mide la inversa de la media de la distancia de un nodo a todos los demás), los nodos con una puntuación más alta, es decir, más centrales y por ello con mayor facilidad para propagar sus efectos, son la erosión de la cohesión social, el colapso de Estados y la migración involuntaria a gran escala, y que parecen tener fuertes implicaciones con el resto de riesgos, además de ser *per se* elementos relevantes. Llama igualmente la atención que, si se ordenan los diez primeros nodos en cuanto a su puntuación en *closeness centrality*, solamente los ciberataques a gran escala y los desastres naturales, en octava y décima posición, respectivamente, rompen la hegemonía del grupo

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Análisis comparativo de riesgos globales

Gráfica A.
Global: Mapa de interconexión de riesgos recogidos por los informes del World Economic Forum (2018-2024)



- Riesgos climáticos y ambientales
- Riesgos socio económicos
- Riesgos geopolíticos y de gobernanza.
- Riesgos socio-sanitarios.
- Riesgos tecnológicos

El tamaño de los nodos resulta de la puntuación subjetiva recogida del WEF, evaluando: el riesgo idiosincrático; la cercanía en el tiempo (la vigencia); la probabilidad de acaecimiento y el coste esperado atribuible a la categoría de riesgo (mayor tamaño, mayor relevancia del riesgo). El tamaño y dirección de las flechas indica la dirección de intensidad de las relaciones entre riesgos. Los clústeres se han obtenido empleando el algoritmo ForceAtlas2 incluido en el software de Gephi.org. La centralidad de cada nodo y cluster se ha obtenido empleando la métrica Closeness Centrality.

Fuente: MAPFRE Economics

geopolítico y socioeconómico que ocupa el resto de las diez primeras posiciones.

Por lo tanto, el análisis del universo de riesgos del WEF 2018-2024 destila que las agrupaciones de riesgos socio económicos y de gobernanza y geopolítica son los que mayor relevancia tienen

en términos probabilidad, coste, interacción y vigencia; una conclusión compartida con el análisis de los riesgos que hace MAPFRE Economics.

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Análisis comparativo de riesgos globales

Comparación contra el análisis de riesgos de corto plazo de MAPFRE Economics

A continuación, se inspeccionan los riesgos que MAPFRE Economics considera en sus análisis bajo el mismo prisma que se ha hecho con los riesgos recogidos por el WEF. En este sentido, se han marcado en la referida Gráfica A los riesgos identificados por el WEF que tienen una correspondencia con el cuadro de riesgos del informe *Panorama económico y sectorial* de MAPFRE Economics.

Mercados energéticos. Dentro de esta categoría, varios riesgos destacan su influencia en el entorno económico. Los precios del petróleo y gas, las tensiones bélicas en Oriente Medio, los recortes de producción de la OPEP, el *shock* de oferta y la inflación se entrelazan desde 2018 (riesgos económicos), 2019 (riesgos geopolíticos), y hasta 2020 (inflación). Estos elementos conforman una red compleja de desafíos que afectan directamente la dinámica de los mercados energéticos y, por ende, la economía global. Se trata, en consecuencia, de riesgos económicos que son los que mayor prevalencia subjetiva tienen en la actualidad.

Inflación. La inflación, considerada y mencionada desde 2020, está vinculada a la política monetaria del pasado, al repunte en los precios de la energía y a las renegociaciones salariales. Emerge como un riesgo persistente que tiene su raíz en factores identificados ya desde 2018 (como la guerra comercial iniciada por la Administración Trump, entre otros) y ha contribuido a la complejidad del escenario económico mundial, influyendo en las decisiones de política monetaria y en la estabilidad financiera. Como el anterior, es un riesgo de máxima vigencia, probabilidad y coste a corto plazo. La valoración subjetiva global es muy alta.

Riesgo financiero y deuda global. La deuda global, la subida de tipos de interés, las políticas de reducción de balance y los conflictos geopolíticos forman un conjunto de riesgos que han estado vigentes desde 2018 y 2019, y que pueden ser categorizados como

riesgos económicos y geopolíticos. Estos elementos, interrelacionados de manera intrincada, han marcado la trayectoria de los mercados financieros globales y plantean desafíos a la estabilidad económica global. Su vigencia y prevalencia es elevada.

Política económica. En el ámbito de la política económica, la combinación de una política monetaria restrictiva, políticas de estímulo gubernamental, acceso a crédito y riesgos inmobiliarios ha estado presente desde 2018 (riesgos económicos) y 2019 (riesgos geopolíticos). Estas variables han definido la respuesta de los gobiernos ante desafíos económicos y han impactado la gestión de riesgos a nivel global. De nuevo, riesgos económicos y geopolíticos globales de prevalencia máxima en la psique global.

Tensión financiero-inmobiliaria en China. La tensión financiero-inmobiliaria en China, vinculada al crecimiento económico, política monetaria y riesgos inmobiliarios, ha sido una preocupación persistente desde 2018 (riesgos económicos) y 2019 (riesgos geopolíticos). Este fenómeno destaca la importancia de la economía china en el escenario global y su influencia en la estabilidad financiera. Es un riesgo de elevada vigencia y probabilidad con un coste real considerable, pero su centralidad no es tan grande como la intuición pareciera indicar, dado que la economía china está relativamente aislada (financieramente hablando) del mundo.

Mercados inmobiliarios. Los riesgos relacionados con la subida de tipos de interés, construcción y obra nueva, transmisión de política monetaria y riesgos inmobiliarios han sido una constante desde 2018 (riesgos económicos). Estos elementos resaltan la sensibilidad de los mercados inmobiliarios a factores económicos y financieros, contribuyendo a la dinámica de riesgos globales. Se trata de un riesgo económico vigente, cercano muy probable y con una severidad elevada, aunque inferior a la vivida en la crisis de 2008 (gracias al saneamiento del sistema financiero y de los balances de las familias). Computa, por tanto, en un nivel

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Análisis comparativo de riesgos globales

medio inferior a lo que nuestra taxonomía de referencia señalaría.

Cambio climático. El riesgo asociado al cambio climático, manifestado en eventos climáticos extremos, transición energética e impacto en la competitividad, ha estado presente desde 2019 (riesgos ambientales). Este riesgo destaca la necesidad de abordar las vulnerabilidades ambientales y su conexión con la actividad económica global. Pese a tener un enorme coste implícito y pese a ser un hecho ya constatado, la psique global (recoge el WEF) lo pone como un riesgo lejano y, por ende, relativamente menor.

Entorno geopolítico. La crisis en Oriente Medio, el apoyo a Israel y Ucrania, y los conflictos en Europa y Asia han influido en la gobernanza global desde ya 2019 (riesgos geopolíticos). La interrelación de estos eventos refleja la complejidad geopolítica y la importancia de abordar los riesgos desde una perspectiva integral. La valoración implícita del consenso

es muy elevada, pero siempre menos perentoria que los riesgos económicos globales. En síntesis, estos riesgos, presentes desde 2018, han evolucionado y demostrado su interconexión a lo largo del tiempo, subrayando la necesidad de abordar los desafíos económicos y geopolíticos de manera integral. El análisis histórico proporciona una visión contextualizada que destaca la dinámica cambiante del entorno global y la importancia de la gestión efectiva de riesgos para la estabilidad económica mundial.

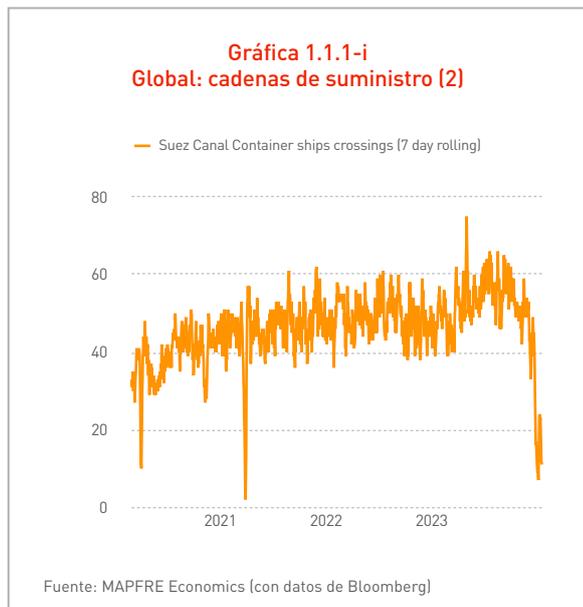
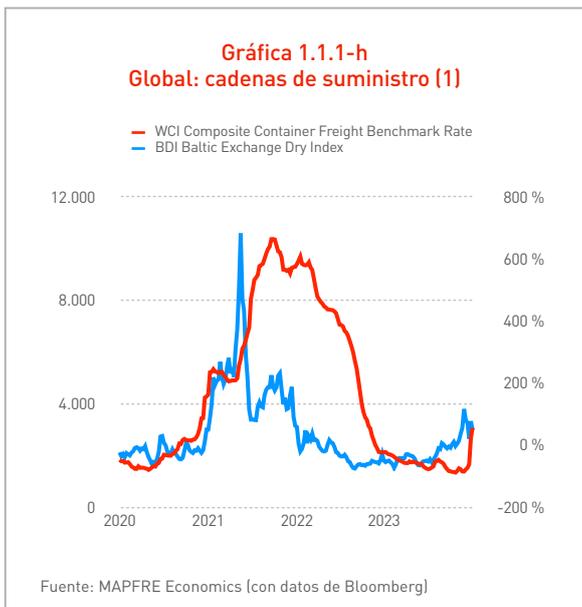
La conclusión fundamental de este análisis comparativo entre lo que el consenso considera que es relevante y urgente en términos de riesgos, en base a las métricas descritas, es igualmente aplicable a los riesgos que MAPFRE Economics identifica y que son posibles catalizadores de un cambio de escenario, facilitando la transición de un escenario central a uno de colas con sesgo negativo.

Fuente: MAPFRE Economics

Como resultado de la incertidumbre actual en el equilibrio entre oferta y demanda, la fase cíclica en desarrollo y las disparidades globales, la política monetaria presenta una hoja de ruta aún poco clara y diversa. Algunos bancos centrales de países emergentes están reduciendo los tipos de interés (como es el caso de Brasil, Chile y Perú), mientras que otros, como Estados Unidos y Australia, muestran una postura más complaciente y cercana a un posible cambio de dirección. Por otro lado, algunos bancos centrales, como los de Europa, Canadá y el Reino Unido, adoptan una postura más reflexiva, sin llegar a conclusiones definitivas.

Existen, sin embargo, algunas excepciones. Tal es el caso del Banco de Japón, que está en cierta medida ajeno al ciclo económico global, así como países que están debatiendo sobre la recuperación de la ortodoxia monetaria y la credibilidad e independencia de sus autoridades monetarias (Argentina y Turquía).

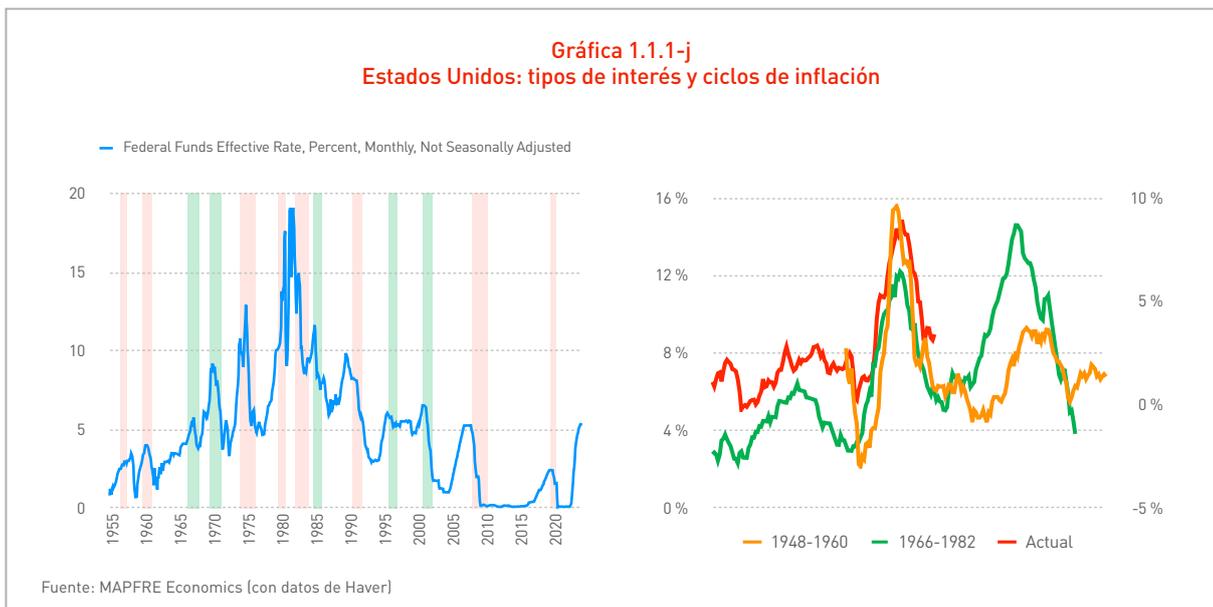
A priori, la dicotomía entre actividad económica y precios mantiene una lectura más sesgada hacia los recortes, dada la debilidad que se espera de la primera y la ausencia de efectos de segunda ronda de la segunda (grupo de bancos centrales más complaciente). Sin embargo, la realidad obliga a mantener cierta cautela, dado que sigue sin estar claro hacia dónde gravitará la inflación, y también debido a que el puerto de entrada a nuevas presiones vuelve a ser vulnerable a *shocks* de oferta (grupo de bancos centrales declarando que es demasiado pronto para bajar la guardia). Otra variable adicional, es que varias reglas de política monetaria comienzan a señalar la idoneidad de eliminar cierto lastre (la Regla de Taylor indicaría la necesidad de bajadas de tipos de interés), favoreciendo la postura del grupo más complaciente de bancos centrales y cumpliendo con la expectativa de un aterrizaje suave que dé paso a una continuación del ciclo, frente al grupo reflexivo, con miedo al error que llevaría a una ruptura del ciclo.



Esta dificultad para determinar el tipo terminal se justifica también desde el punto de vista histórico, ya que, y atendiendo a la culminación de ciclos pasados, resuenan más errores que aciertos por parte de los bancos centrales. Entre los principales errores destaca el de los años 70, cuando una política monetaria más laxa durante la campaña presidencial de 1972 y los aumentos de los precios del petróleo de la OPEP en 1973 terminaron con un *shock* inflacionario, así como el error de los años 80, donde el presidente de la Reserva Federal, Paul Volcker, elevó los tipos de interés hasta casi el 20% provocando una profunda recesión económica. En cualquier caso, las certezas vuelven a concentrarse en que la inflación no ha disminuido

lo suficiente como para dar por resuelto el problema y en que los mercados seguirán impacientes por las soluciones que adopten los bancos centrales. Lo que sugiere la historia, es que las recesiones con cambio de ciclo conllevan fuertes bajadas de tipos, pero también señala que, aun con ausencia de una recesión, pueden verse justificados a bajarlos igualmente para acomodar el tipo neutral a un nuevo estado de la economía (véase la Gráfica 1.1.1-j).

Otra de las grandes incógnitas para 2024 se centra en el marco de la política fiscal. A medida que las opciones de gasto comienzan a verse restringidas en muchas economías y los ingresos se ven más limitados, la moderación



Gráfica 1.1.1-k
Global: la incógnita fiscal



Fuente: MAPFRE Economics

surge como escenario central. Sin embargo, en líneas generales, no se espera que las preocupaciones desaparezcan, al menos a corto plazo y mientras siga manteniéndose la necesidad de financiar grandes déficits (véase la Gráfica 1.1.1-k).

Este factor no invalida las hipótesis anteriormente descritas (al esperar un impacto limitado), pero nuevos excesos podrían esterilizar parte de los avances logrados por los bancos centrales y añadir tensión a lo largo de la curva de rendimientos. La imagen de un crecimiento económico por debajo del potencial, una política de signo restrictivo que limita los presupuestos, y algo menos de apoyo requerido en ciertos sectores de la economía, hace prever una política fiscal más responsable y menos expansiva, también acorde al momento cíclico (véase el Recuadro 1.1.1-b). No obstante, es plausible que la predicción no se cumpla, teniendo en cuenta el año electoral que globalmente se presenta, las tendencias de un fenómeno político populista cada vez más generalizado en el mundo y la necesidad de ofrecer soluciones a desafíos estructurales.

A manera de conclusión

Puede afirmarse que aún se necesitan avances mucho más precisos de la inflación, por lo que lamentablemente no se puede dar por cerrado este capítulo macroeconómico. Esto deja una política monetaria que no puede dar por concluido el ciclo (etapa de prolongación), ni rechazar tampoco la idea de recortes en 2024. Por tanto, queda en una postura más "de esperar y ver" y dependiente de nuevos datos, sobre todo en lo relativo al estado de salud de la oferta y a los últimos acontecimiento en el mar Rojo, ya que podrían dictar la velocidad de cambio con mayor protagonismo que la demanda (con perspectivas de seguir estancadas).

Entretanto, la política fiscal se enfrenta a unos niveles de deuda récord, tipos de interés elevados y un cuadro macroeconómico muy condicionado por idiosincrasias locales y, fundamentalmente, por la geopolítica cuyo prisma decide actualmente temas fundamentales como: la nueva política industrial global,

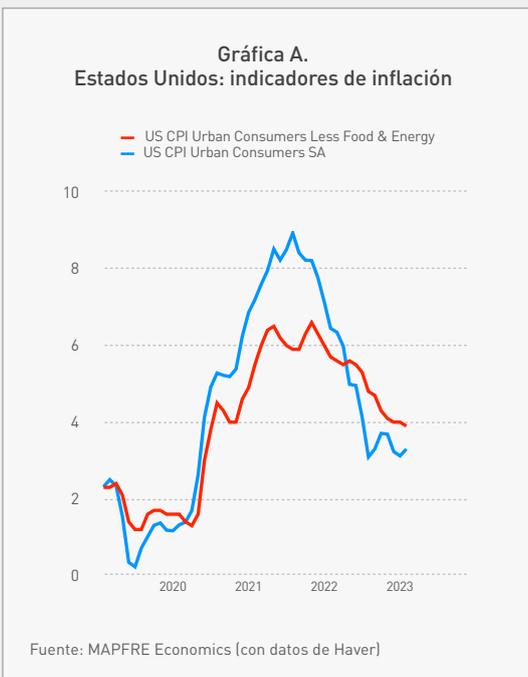
Recuadro 1.1.1-b
Actualización de política monetaria

Reserva Federal

En su reunión de diciembre, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo los tipos de interés de referencia en el rango en 5,25%-5,50%, al igual que lo acontecido en las dos reuniones previas. En cuanto a las proyecciones respecto a la ruta futura flexibilización de la política monetaria, el *dot plot* del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) anticipa una mayor bajada de tipos en 2024 y 2025 respecto al trimestre anterior. Esto implica seguir una bajada progresiva para alcanzar un *tipo terminal* del 4,6% en 2024 (50 puntos básicos menos respecto al consenso en la reunión de septiembre), un *tipo final* de 3,6% a finales de 2025 (30 puntos básicos menos que en septiembre) y de 2,9% para el final de 2026 (sin cambios). En relación con la de reducción de balance, la Reserva Federal mantiene el curso previsto de disminución de la tenencia de activos al ritmo establecido en septiembre 2022, siendo de 95.000 millones de dólares al mes, a través 60.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y el resto en vencimientos de activos respaldados por hipotecas (MBS). Cabe señalar que no se anunciaron cambios en dicha cuantía ni en la composición de la cartera a la venta.

Adicionalmente, y aunque el *dot plot*, señala una bajada de hasta tres recortes de 25 puntos básicos en 2024, no deja fuera la posibilidad de una subida de tipos de interés si el entorno macroeconómico y de riesgos así lo demanda. De igual forma, considera que ha habido una desaceleración en la tendencia de crecimiento económico respecto al tercer trimestre, así como un descenso de la inflación respecto al año pasado, pero que continúa en niveles relativamente elevados que no aseguran un control de precios, con el riesgo de una espiral salarios-precios que todavía se mantiene vigente (véase la Gráfica A).

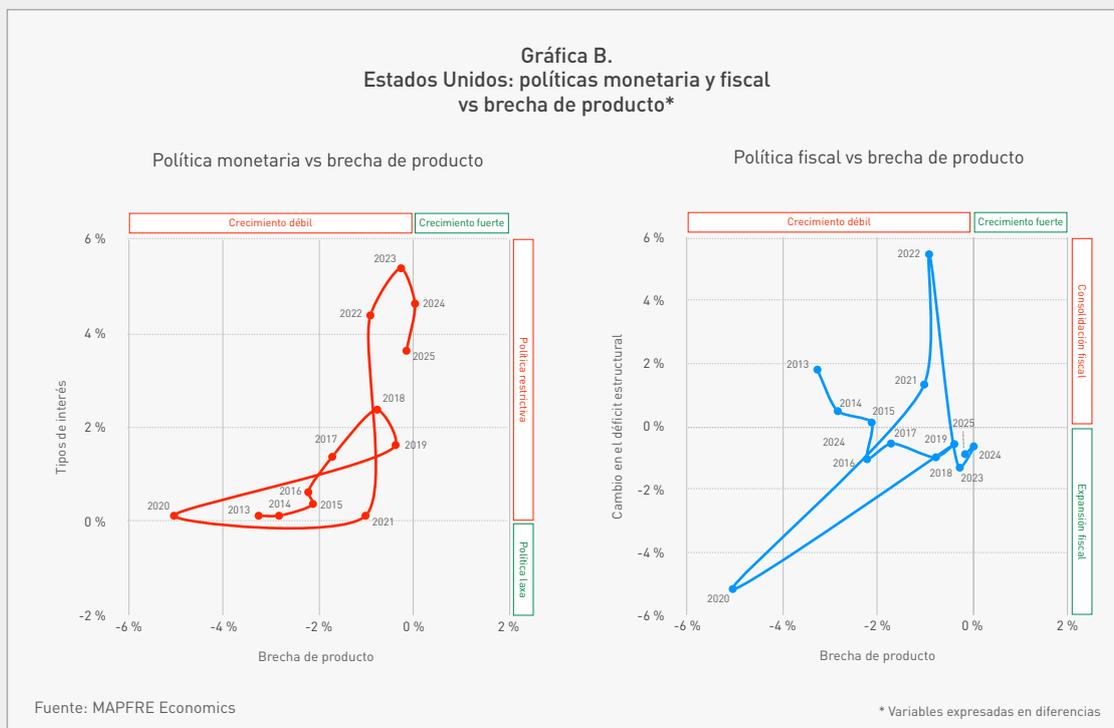
Por otra parte, la Gráfica B muestra el sesgo monetario que desde la pandemia ha ido reajustándose a medida que las presiones inflacionarias crecían y la brecha del producto se acertaba. En cuanto al cambio de sesgo, se espera que llegue con los primeros recortes en 2024 (teniendo únicamente como incógnita el inicio de estos, dada la postura dependiente de los datos de la Reserva Federal), con una inflación más controlada (2,4% en 2024 y 2,2% en 2025), una brecha del producto cercana a 0,0%, y el cierre de la brecha con el tipo de interés dictaminado por la regla de Taylor en 2023, tras un ciclo monetario históricamente acelerado y agresivo.



En lo referente a la política fiscal, se espera una disminución de la expansión fiscal respecto a la acontecida en 2023, cuando el déficit pasó de 5,4% del PIB en 2022 a 6,3% en 2023 (años fiscales). Este nivel de déficit público solo se superó en los últimos años tras la crisis por la pandemia del Covid-19 y la crisis financiera global de 2008, por lo que se tendrá muy en cuenta su desarrollo, no solo por las congruencias necesarias tras el cambio de sesgo monetario, sino también por sus implicaciones en los mercados financieros, ya que la polarización política, los consecuentes desacuerdos sobre el techo de deuda y la falta de medidas fiscales que impliquen reducir el déficit público mantienen la incertidumbre sobre la política fiscal.

De esta forma, tanto las medidas de balance como de liquidez profundizaron el sesgo monetario contractivo durante 2023 en Estados Unidos, donde, además, se produjo una expansión fiscal para intentar compensar los efectos

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria



recesivos de la restricción monetaria. Ante el cambio del sesgo monetario previsto para 2024, y dado el elevado nivel de déficit fiscal acaecido en 2023, se espera una política fiscal con menor protagonismo, debido al bloqueo político y con las elecciones presidenciales a la vista.

Banco Central Europeo

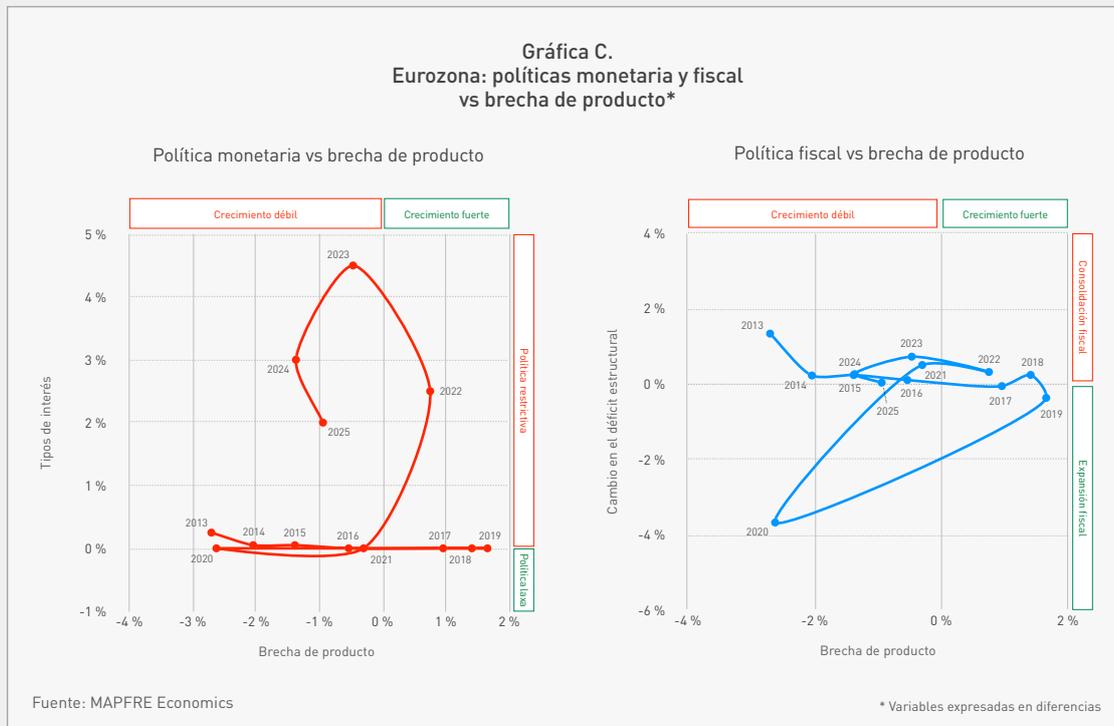
En su reunión de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios los tipos de interés oficiales, quedando en 4,75% el marginal de crédito, en 4,50% el principal de financiación y en 4,00% la facilidad de depósito. De esta manera, se continúa con la tendencia demostrada en la reunión de octubre donde, por primera vez, mantuvo tipos de interés tras el periodo de endurecimiento monetario. Por el lado del balance, y en referencia al Asset Purchase Programme (APP), el BCE no ofreció ninguna actualización, por lo que se espera mantener la senda de reducción del balance, en promedio, de 15.000 millones de euros. Sin embargo, respecto al Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), el banco ha anunciado una gradual reducción de la reinversión seis meses antes de lo

planeado, por lo que reinvertirá el principal de los valores adquiridos que vayan venciendo a lo largo del primer semestre de 2024, y espera reducir la cartera en 7.500 millones de euros mensualmente durante el segundo semestre, cesando las reinversiones a finales de 2024. En este sentido, la reducción gradual busca mitigar los riesgos de inestabilidad financiera en los mercados de deuda.

La Gráfica C muestra cómo la política monetaria restrictiva se activó en 2021 ante la imposibilidad de mantener el tipo refi en 0,0%, en virtud de la creciente inflación cimentada en el componente energético y agravada por la invasión rusa a Ucrania. En este sentido, dadas las expectativas de inflación del BCE, que prevén un retroceso para 2024, se justifica el cambio de sesgo monetario hacia una política expansiva que ayude a cerrar la brecha del producto negativa. Así, se espera que la brecha respecto al tipo de interés de Taylor se encuentre cerca a cero al finalizar 2024.

Por otro lado, hasta ahora la política fiscal europea ha seguido una política fiscal expansionista,

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria



principalmente ante la necesidad de promover políticas que disminuyan su dependencia energética, así como la promoción de la transformación digital y el sostenimiento de las economías europeas más impactadas por la pandemia del Covid-19 en los años previos. Ante este panorama, las diferentes economías de la zona han mantenido sendas divergentes respecto a déficit fiscal en 2023 (Italia, Francia y Bélgica con -4,0%, -4,5% y -4,8%, respectivamente, y Países Bajos, Alemania y Portugal con el -1,9%, -1,7% y -0,1%, en cada caso). Sin embargo, se espera una disminución de la deuda pública en la zona

euro y, de hecho, ya se muestran señales en este sentido tras el anuncio de que el Consejo y el Parlamento Europeos empiezan negociaciones sobre el Pacto de Estabilidad, el cual promueve una serie de reformas en las reglas fiscales en los países miembros manteniendo el límite máximo de 3% de déficit anual y un tope de deuda pública del 60%, y cuyos planes de consecución serán adaptables a la heterogeneidad de las economías europeas, siendo esta la principal dificultad para las negociaciones.

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

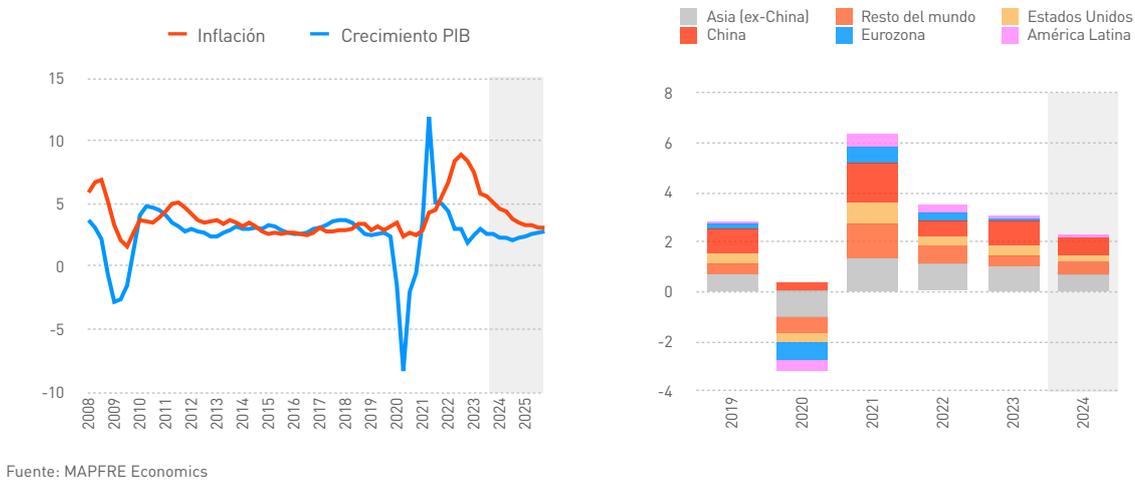
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

las estrategias para cubrir las vulnerabilidades locales (en Europa se tiene la dependencia a materias primas energéticas y no energéticas) y política de diversificación, el incremento del gasto en defensa, la transición energética, y el aumento de los costes financieros de la deuda en un entorno de fuerte apalancamiento privado y público a escala global.

1.1.2 Perspectivas y dinámicas regionales

A nivel global, se prevé cierto declive en el crecimiento global durante 2024, seguido de una moderada recuperación en 2025, lo que supondrían un avance del PIB global del 2,3% y 2,6% respectivamente, materializando así cierta debilidad al situarse por debajo tanto del potencial como del promedio de las últimas

Gráfica 1.1.2-a
Global: crecimiento del PIB e inflación globales y contribución por regiones al crecimiento
 (%; puntos porcentuales)



décadas. En cuanto a la inflación, la senda sigue siendo la de una desinflación sostenida a lo largo de 2024 (promediando un 4,4%), aunque seguirá caracterizada por comportamientos no sincronizados, mientras que para 2025 la dinámica dominante será la de unas tasas dentro de la zona de control de los bancos centrales (que podrían llevarla a un promedio en torno al 3,3%). En suma, una menor actividad combinada con unas menores presiones de precios ofrece una imagen menos estancacionaria, con un balance de riesgos más equilibrado y, en cierto sentido, más controlado por los bancos centrales, dinámica que en el desagregado ofrece una panorámica

más fragmentada, en línea con contexto geopolítico actual y los acontecimientos más recientes (véanse la Gráfica 1.1.2-a y la Tabla 1.1.2).

En Estados Unidos, la contribución al crecimiento disminuye en 2024, con una desaceleración prevista a lo largo del año (postergada desde 2023), pero que, sin embargo, permitirá mantener el protagonismo dentro del grupo de economías desarrolladas. A su vez, se espera que mayores avances en la inflación estén todavía por venir, de la mano de la desaceleración de la demanda y una menor dependencia a los problemas de oferta. En

Gráfica 1.1.2-b
Global: PMIs mercados avanzados y mercados emergentes



Tabla 1.1.2
Economías seleccionadas: PMIs manufactureros

	30/6/22	31/7/22	31/8/22	30/9/22	31/10/22	30/11/22	31/12/22	31/1/23	20/2/23	31/3/23	30/4/23	31/5/23	30/6/23	31/7/23	31/8/23	30/9/23	31/10/23	30/11/23	31/12/23
Austria	51,2	51,7	48,8	48,8	46,6	46,6	47,3	48,4	47,1	44,7	42,0	39,7	39,0	38,8	40,6	39,6	41,7	42,2	42,0
Brasil	54,1	54,0	51,9	51,1	50,8	44,3	44,2	47,5	49,2	47,0	44,3	47,1	46,6	47,8	50,1	49,0	48,6	49,4	48,4
Canadá	54,6	52,5	48,7	49,8	48,8	49,6	49,2	51,0	52,4	48,6	50,2	49,0	48,8	49,6	48,0	47,5	48,6	47,7	45,4
China	51,7	50,4	49,5	48,1	49,2	49,4	49,0	49,2	51,6	50,0	49,5	50,9	50,5	49,2	51,0	50,6	49,5	50,7	50,8
República Checa	49,0	46,8	46,8	44,7	41,7	41,6	42,6	44,6	44,3	44,3	42,8	42,8	40,8	41,4	42,9	41,7	42,0	43,2	41,8
Mercados desarrollados	52,5	51,2	50,2	50,1	48,8	47,8	47,3	48,1	48,1	48,4	48,5	47,6	46,3	47,1	46,8	47,4	47,5	47,7	47,0
Mercados emergentes	51,7	50,8	50,2	49,3	49,8	49,7	49,8	49,9	51,6	50,7	50,5	51,4	51,1	50,2	51,4	50,9	50,1	50,9	50,9
Unión Europea	51,6	49,3	49,1	48,1	46,1	46,7	47,5	48,6	48,3	47,3	45,8	44,9	43,4	42,7	43,4	43,4	43,2	44,4	44,5
Eurozona	52,1	49,8	49,6	48,4	46,4	47,1	47,8	48,8	48,5	47,3	45,8	44,8	43,4	42,7	43,5	43,4	43,1	44,2	44,4
Francia	51,4	49,5	50,6	47,7	47,2	48,3	49,2	50,5	47,4	47,3	45,6	45,7	46,0	45,1	46,0	44,2	42,8	42,9	42,1
Alemania	52,0	49,3	49,1	47,8	45,1	46,2	47,1	47,3	46,3	44,7	44,5	43,2	40,6	38,8	39,1	39,6	40,8	42,6	43,3
Grecia	51,1	49,1	48,8	49,7	48,1	48,4	47,2	49,2	51,7	52,8	52,4	51,5	51,8	53,5	52,9	50,3	50,8	50,9	51,3
India	53,9	54,4	56,2	55,1	55,3	55,7	57,8	55,4	55,3	56,4	57,2	58,7	57,8	57,7	58,6	57,5	55,5	56,0	54,9
Indonesia	50,2	51,3	51,7	53,7	51,8	50,3	50,9	51,3	51,2	51,9	52,7	50,3	52,5	53,3	53,9	52,3	51,5	51,7	52,2
Irlanda	53,1	51,8	51,1	51,5	51,4	48,7	48,7	50,1	51,3	49,7	48,6	47,5	47,3	47,0	50,8	49,6	48,2	50,0	48,9
Italia	50,9	48,5	48,0	48,3	46,5	48,4	48,5	50,4	52,0	51,1	46,8	45,9	43,8	44,5	45,4	46,8	44,9	44,4	45,3
Japón	52,7	52,1	51,5	50,8	50,7	49,0	48,9	48,9	47,7	49,2	49,5	50,6	49,8	49,6	49,6	48,5	48,7	48,3	47,9
México	52,2	48,5	48,5	50,3	50,3	50,6	51,3	48,9	51,0	51,0	51,1	50,5	50,9	53,2	51,2	49,8	52,1	52,5	52,0
Países Bajos	55,9	54,5	52,6	49,0	47,9	46,0	48,6	49,6	48,7	46,4	44,9	44,2	43,8	45,3	45,9	43,6	43,8	44,9	44,8
Polonia	44,4	42,1	40,9	43,0	42,0	43,4	45,6	47,5	48,5	48,3	46,6	47,0	45,1	43,5	43,1	43,9	44,5	48,7	47,4
Rusia	50,9	50,3	51,7	52,0	50,7	53,2	53,0	52,6	55,6	53,2	52,6	53,5	52,6	52,1	52,7	54,5	55,8	53,8	54,6
Corea del Sur	51,3	49,8	47,6	47,3	48,2	49,0	48,2	48,5	48,5	47,6	48,1	48,4	47,8	49,4	48,9	49,9	49,8	50,0	49,9
España	52,6	48,7	49,9	49,0	44,7	45,7	46,4	48,4	50,7	51,3	49,0	48,4	48,0	47,8	46,5	47,7	45,1	46,3	46,2
Taiwán	49,8	44,6	42,7	42,2	41,5	41,6	44,6	44,3	49,0	48,6	47,1	44,3	44,8	44,1	44,3	46,4	47,6	46,3	47,1
Turquía	48,1	46,9	47,4	46,9	46,4	45,7	48,1	50,1	50,1	50,9	51,5	51,5	51,5	49,9	49,0	49,6	48,4	47,2	47,4
Reino Unido	52,8	52,1	47,3	48,4	46,2	46,5	45,3	47,0	49,3	47,9	47,8	47,1	46,5	45,3	43,0	44,3	44,8	47,2	46,2
Estados Unidos	52,7	52,2	51,5	52,0	50,4	47,7	46,2	46,9	47,3	49,2	50,2	48,4	46,3	49,0	47,9	49,8	50,0	49,4	47,9
Vietnam	54,0	51,2	52,7	52,5	50,6	47,4	46,4	47,4	51,2	47,7	46,7	45,3	46,2	48,7	50,5	49,7	49,6	47,3	48,9
Mundo	52,2	51,1	50,3	49,8	49,4	48,8	48,7	49,1	49,9	49,6	49,6	49,6	48,8	48,6	49,0	49,1	48,8	49,3	49,0

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

respuesta, se pronostica una Reserva Federal que se prevé iniciará las bajadas de tipos de interés en junio, y que podría venir acompañado bien por una ralentización del programa de reducción de balance tras la expiración del BTFP (Bank Term Funding Program), que mantiene en respiración asistida al sectorial bancario regional, o bien de un nuevo programa con nuevas siglas en sustitución (compensando parte de los vencimientos).

La Eurozona, por su parte, sigue ofreciendo un panorama de estancamiento, con una debilidad de la demanda que puede compensar en parte la volatilidad de la oferta y que ofrece, por tanto, un camino de vuelta al 2% de inflación algo más accidentado. De confirmarse la desinflación (y en ausencia de *shocks* relevantes), el Banco Central Europeo (BCE) estaría en condiciones de seguir a la Reserva Federal, tanto en su carrera por reducir los tipos de interés como en la política de balance, dando cierto alivio en la financiación, de forma tal que permita afrontar los desafíos estructurales a los que se enfrenta el bloque. En suma, en 2024, se prevé que la actividad económica europea siga siendo deficiente y carente de motores claros de crecimiento, pero podría comenzar una recuperación gradual en la recta final de año o comienzos de 2025.

Respecto a los mercados emergentes, las perspectivas en el binomio actividad económica y precios se mantienen prácticamente sin cambios, consolidando la tendencia de aportar el tono positivo en términos de contribución del crecimiento, y tasas de inflación más cómodas que permitirán seguir liderando el ciclo de flexibilización global, pero manteniendo ciertas vulnerabilidades locales, divergencias y brechas que siguen lejos de cerrarse. América Latina seguirá consolidando ganadores y perdedores de este nuevo mundo multipolar, pero la menor demanda exterior se resentirá en las cifras de 2024, reforzando la necesidad de una salida de las políticas monetarias restrictivas hasta la fecha satisfactoria. El tono general se mantendrá positivo, con los países beneficiados por el *nearshoring/friendshoring* que seguirán liderando el crecimiento regional, a excepción de Argentina, economía en la que se anticipa un fuerte ajuste. La visión de la inflación se seguirá volviendo más moderada, permitiendo que regrese en la mayoría de los casos hacia los rangos objetivo de los bancos

centrales en 2024, proceso que reafirmará los avances en materia de política monetaria y que respaldará recortes adicionales de tipos de interés a lo largo del año.

En lo que respecta a Asia, aunque la región presenta una dinámica de inflación menos cómoda, seguirá siendo compatible con tasas de crecimiento aceptables, manteniéndose como el principal amortiguador al crecimiento global, superando los focos de tensión de la región. China, sin embargo, se muestra con avances marginales respecto a la última revisión, con el rango de crecimiento situándose en un nuevo potencial que podría estar por debajo del 5% y un riesgo de deflación que no se disipa (los apoyos del gobierno siguen siendo cautelosos). Este binomio, acompañado de la crisis inmobiliaria no resuelta y su menor presencia en las cadenas de suministro, se traduce en una menor contribución global al crecimiento, pero también una menor fuerza deflacionaria difícil de sustituir.

Por lo tanto, la economía global seguirá moviéndose a corto plazo hacia un entorno de desaceleración controlada por los bancos centrales hasta confirmar la superación del capítulo inflacionario. De cumplirse el guion de la estabilidad de precios, se espera que la iniciativa de estos gire para ofrecer unas políticas monetarias más equilibradas y que permitan que las partes de la economía sensibles a los tipos de interés comiencen a recuperarse de cara a 2025. El rechazo a esta hipótesis sigue conduciendo, como escenario alternativo más probable, a una etapa en la que las tensiones geopolíticas derivan en más estanflación, bajo nuevos *shocks* de oferta que rechacen la dinámica de precios actual y desemboque en tipos de interés que se sostienen en lo alto del ciclo de forma más prolongada. Bajo este marco de escenarios se asientan las diferentes posturas de los bancos centrales, que presentan movimientos que atestiguan su esfuerzo por controlar la inflación, con el convencionalismo de que los *shocks* de oferta no se solucionan por el lado de la demanda, y con la revisión histórica de eventos del pasado que revelan los riesgos que entraña cada ciclo monetario.

1.1.3 Escenarios y previsiones

Escenario base

El *escenario base* considerado en este informe presenta un retroceso generalizado del crecimiento mundial, hasta situarse por debajo del potencial en 2024, y una recuperación gradual de cara a 2025, evidenciando un aterrizaje suave. Entre los factores de esta proyección destacan los obstáculos de una política monetaria todavía restrictiva, un consumidor menos fuerte, así como una combinación de debilidad más prolongada en el sector manufacturero y de menor expansión en el sector servicios, el cual deja atrás sus máximos cíclicos.

En materia de inflación, este escenario proyecta una moderación apoyada en menor presión de los servicios, una aportación que seguirá siendo *subpar* en los bienes, y unos precios de energía y alimentos más estables. En concreto, el pronóstico de los precios del petróleo se ha revisado a la baja (75 USD/b frente a 80 USD/b del informe previo), debido al aumento de la producción de Estados Unidos, los planes de la OPEP+ para extender los recortes voluntarios en la producción diaria hasta el primer trimestre de 2024, y a la respuesta moderada de los mercados de materias primas a los conflictos geopolíticos. Conforme a estos elementos, se facilita tanto el retorno a los promedios de largo plazo de la inflación, como la consecución de los objetivos de los bancos centrales, aunque quedan ligeramente por encima en 2024, sin permitir cerrar aún el capítulo inflacionario hasta 2025.

Siguiendo por la política monetaria, la mejora de inflación hace más probable que tanto la Reserva Federal como otros bancos centrales de las economías desarrolladas comiencen a flexibilizar sus políticas monetarias hacia unas condiciones más favorables, mientras que los países emergentes se ven fortalecidos para continuar con la etapa ya iniciada. Más en detalle, no se espera un giro brusco de la postura monetaria de la Reserva Federal, sino una moderación en la segunda mitad del año. Así, ahora se estaría esperando que el primer recorte de la Reserva Federal se produzca en junio, con 150 puntos básicos de flexibilización hasta el cierre del año. Incluso con esta revisión, nuestra visión bajo el escenario base sigue siendo algo menos agresiva que la que

prevalece en los mercados. Para 2025, el ritmo de ajuste se prevé que siga siendo gradual y compatible con una tasa neutral que se ajuste a una inflación dentro de los rangos objetivo. En el caso del Banco Central Europeo, se plantea el mismo escenario de bajadas, pero con un ligero retraso respecto a la Reserva Federal, a la espera de una confirmación de la evolución de las tensiones en el transporte marítimo y los mercados energéticos.

De esta forma, en el escenario base se prevé cierto declive en el crecimiento económico durante 2024, seguido de una moderada recuperación en 2025, con una actividad económica global positiva (2,3% y 2,6% en 2024 y 2025), mientras que, en materia de precios, se prevé una inflación media para estos años del 4,4% y 3,3%, respectivamente (véanse las Tablas A-1 y A-2 en el Apéndice de este informe).

Escenario estresado

Para el *escenario estresado* (escenario alternativo de riesgo), se parte de suponer un *shock* de oferta prolongado causado por una amplificación de los riesgos geopolíticos que se materializa en una inflación más alta. El componente principal pasa por el componente energético (por la escalada de la guerra de Israel y Hamas y los conflictos en el mar Rojo), que alcanza un pico máximo por encima de los 120 USD/b, manteniéndose tensionado durante el primer semestre de 2024, y que retorna a unos precios de equilibrio más altos en el medio plazo (en un rango de 90-95 USD/b). Por el lado de la actividad económica, este escenario prevé la erosión en el poder adquisitivo, que dificulta la capacidad de consumo, al tiempo que se dañan los canales de confianza, dejando como resultado una debilidad que se prolonga hasta 2025.

Así, la dicotomía entre actividad económica y precios vuelve aparecer, con un importante desequilibrio en el binomio que termina pensado sobre la hoja de ruta de los bancos centrales. En este modelo alternativo de riesgo, si bien no hay subidas adicionales de tipos de interés, no se identifican bajadas en todo 2024, mientras que 2025 ofrece una senda de flexibilización moderada y con tipos de interés reales positivos en la mayoría de los países, tanto desarrollados como emergentes.

El efecto en los rendimientos de los bonos gubernamentales es de un tensionamiento a lo largo de la curva, superior a 150 puntos básicos, a medida que se transmite la percepción de una política monetaria restrictiva por más tiempo y de que la incertidumbre sobre la inflación se combina con niveles de emisiones de bonos sometidas, a su vez, a una mayor incertidumbre de la respuesta fiscal y los planes de sostenibilidad. Este efecto se trasmite a los mercados financieros afectando tanto a los diferenciales de crédito como de la renta variable, amplificando el deterioro de los canales de confianza.

En el mercado de la vivienda, por su parte, se tamiza el impacto respecto a ediciones anteriores, con un shock inferior al 10% en términos globales, pero de base más amplia. En materia de divisas, el dólar se ve fortalecido nuevamente hasta situarse (en términos de intercambio con el euro) en los 1,05, pero volviendo a finales de 2024 a la senda del escenario central. El resultado es el de un crecimiento económico global de sólo el 1,4% en 2024 y del 1,5% 2025, detrayéndose un punto porcentual en promedio respecto al escenario base, mientras que la inflación se desplaza 0,4 puntos porcentuales por encima en 2024, aunque con una inflación más benigna en 2025 dado el efecto base del shock y el deterioro de la actividad (véanse las Tablas A-1 y A-2 en el Apéndice de este informe).

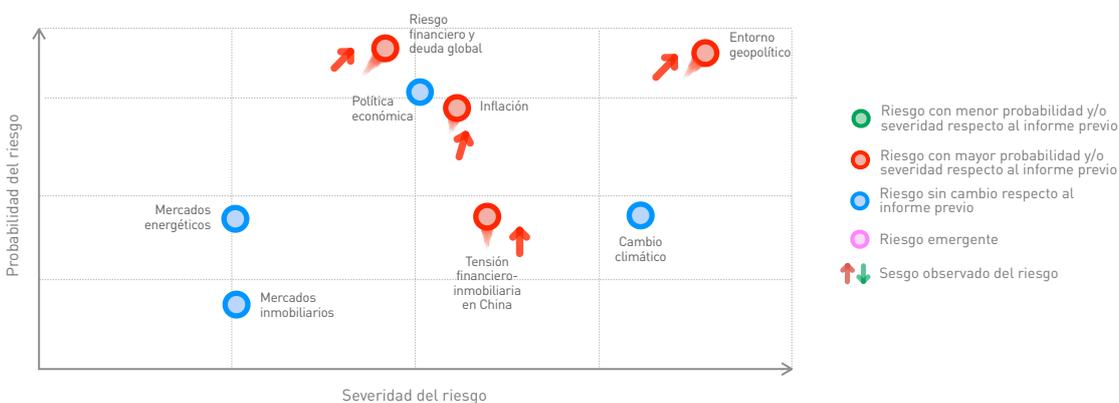
1.1.4 Balance de riesgos

Con relación al balance de riesgos de corto plazo, se presenta a continuación el conjunto de aspectos que podrían afectar el desempeño de la economía global en 2024 y 2025, los cuales se ilustran en el mapa de riesgos que se incluye en la Gráfica 1.1.4-a.

Mercados energéticos

El conflicto entre Israel y Hamás tuvo finalmente repercusiones fuera de sus fronteras, con el ataque de rebeldes Huties (proxies de Irán) a cargueros comerciales de manera indiscriminada y la participación de una misión de seguridad *ex profeso* (no la ya destacada) de Estados Unidos y un amago de respuesta coercitiva por parte de Irán que no tuvo transcendencia. Pese al repunte inicial en los precios de los activos refugio, como el oro y el petróleo, los mercados han vuelto a estabilizarse, incluso con señales por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) de nuevas restricciones de oferta. En este contexto, el precio del petróleo se sitúa en este momento en 78 USD/bl y los mercados de futuros descuentan una moderación hacia el rango 75-70 USD/bl. El precio del gas natural, que ya había repuntado en un 20%, hasta 50 €/MWh, no parece tampoco continuar su *rally* y se mantiene lejos del pico de 2022, cuando llegó a 292 €/MWh. El estocaje de reservas y la capacidad ampliada de traer gas licuado de Estados Unidos (que no se ve afectado por los problemas de tránsito

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



Fuente: MAPFRE Economics

marítimo) mantienen precios sostenidamente más altos con efectos en la resistencia de la inflación a largo plazo, pero sin producir repuntes exorbitados como hace dos años.

Inflación

La moderación a la baja de los datos de inflación global continúa, pero encuentra más resistencia en el camino como resultado de algunas restricciones de oferta. Estas se observan, primero, en los datos de productor y, luego, en la inflación general, y no así tanto en la inflación subyacente, la cual es más sensible a la esperable moderación del consumo como consecuencia tanto de vientos de cara como de los efectos de la política monetaria y el menor apoyo fiscal. Con todo, la inflación sigue siendo un proceso todavía incompleto y expuesto al riesgo de repuntar y crear un accidente financiero.

Riesgo financiero y deuda global

Al final del tercer trimestre de 2023, la deuda agregada mundial alcanzó 307,4 billones de dólares, lo que supone en torno a 333% del PIB mundial, con una reducción de más de 4 billones en un año (véase la Gráfica 1.1.4-b). Esta disminución se produce en todos los sectores, salvo en el de los gobiernos. Por tanto, ello indicaría que el sector financiero, los hogares y empresas no financieras han saneado modestamente sus cuentas financieras y su

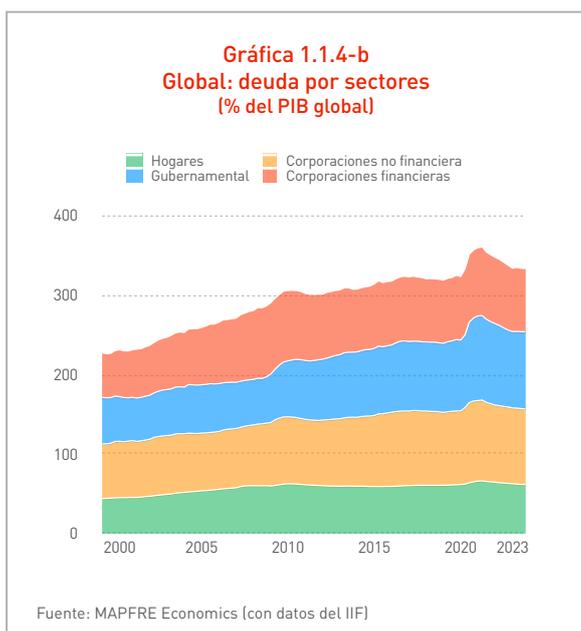
deuda en el último año, lo que depende del tipo de interés de crédito. Por ejemplo, en Estados Unidos la mora a finales de 2023 fue de 1,3%, y la “delinquency rate” de los créditos al consumo del 2,5%.

El efecto continuado de los incrementos de tipos de interés de referencia y su traslación a lo largo de la curva (proporcional a los riesgos soberano-financieros de cada país), en un contexto de menor compensación por parte de los bancos centrales, seguirá presionando los costes de servicio de la deuda de muchos países y, en casos relevantes, esto tendrá un efecto retroalimentación con la deuda corporativa. En Estados Unidos preocupa, además, el regreso de un posible “shut down” en la financiación del gobierno federal.

Las emisiones de deuda son buen indicador de la situación financiera global. La primera subasta de bonos a 10 años de Estados Unidos permite comprobar que, tras cerrar con un 4,024%, se muestran señales de una demanda más ajustada. Considerando los niveles actuales de deuda a nivel mundial, los riesgos de un accidente financiero aumentan, factor que los bancos centrales tendrán que sopesar, y encontrar un equilibrio entre la restricción monetaria y la necesaria estabilidad financiera.

Política económica

Se mantiene la combinación de políticas monetarias más restrictivas y medidas de estímulo gubernamental granulares que buscan evitar recesiones en Estados Unidos y la Eurozona, incluso en 2024. A pesar de ello, la disminución en la concesión de créditos y la actividad económica en sectores clave, se mantiene un equilibrio precario, lo que podría estresar la salud financiera de algún segmento del sector corporativo. En Alemania, la situación parece más desafiante. La estabilidad económica futura dependerá de la eficacia de estas medidas y la evolución de posibles factores adversos, pero muy especialmente de una correcta traslación de las expectativas de inflación y crecimiento de la autoridad monetaria al mercado. En Estados Unidos, sin embargo, estas preocupaciones siguen concentradas en la salud de los bancos regionales y en la menor liquidez causada por la reducción del balance en curso, ya que la falta de una hoja de ruta sobre los programas de emergencia próximos a expirar pone de



manifiesto un riesgo aún no resuelto en el canal financiero.

Tensión financiera-inmobiliaria en China

En China, el crecimiento se mantiene gracias a sectores como la producción de automóviles, donde ha superado a Alemania y Japón. El banco central ha relajado la política monetaria para mantener el flujo de crédito. A su vez, el gobierno anunció un soporte fiscal inesperado de 1 billón de yuanes, aumentando el déficit al 3,8% del PIB. Este respaldo busca ayudar a gobiernos regionales con tensiones financieras e intenta abordar los desafíos en el mercado inmobiliario, como las dificultades de grandes promotores, como Country Garden, que impactan en la economía tras la quiebra de su filial automotriz.

Mercados inmobiliarios

El incremento de las tasas de interés y el endurecimiento de las condiciones de acceso continúan debilitando el interés en el sector inmobiliario. Hasta ahora, los precios se están ajustando de manera moderada y, en algunos casos, se mantienen estables. Sin embargo, la transmisión de la política monetaria ya se refleja en la construcción de nuevas viviendas, con notables caídas en países como Alemania (-30%), Francia (-24%) y Estados Unidos (-30% en construcción residencial, -7% en total). Es probable que se observen ajustes en los precios inmobiliarios en los próximos meses, aunque este mercado es poco elástico a la baja y más bien se traduce en una reducción en el número de transacciones. En Estados Unidos, hay tensiones en el sector inmobiliario comercial (oficinas y comercio), con tasas de ocupación en las oficinas disminuyendo, agravadas por la tendencia al trabajo remoto.

Cambio climático

Las vulnerabilidades vinculadas al cambio climático se manifiestan principalmente a través de eventos climáticos extremos, que impactan en los precios de los alimentos y en los costes materiales (ciclones, huracanes, inundaciones). Aunque la sociedad necesita intensificar la inversión en la transición energética, existe el riesgo de interrumpir el acceso a energía a precios asequibles, lo que

tendría repercusiones en la competitividad, productividad y actividad económica en general.

Entorno geopolítico

El contexto de volatilidad social y belicosidad ha alcanzado, a finales de 2023, su cota máxima desde hace varias décadas. La crisis en Israel provocada por Hamás a principios de octubre ha conseguido una movilización institucional favorable a Israel, que se contrapone con una lectura partisana popular en Europa, no tanto así en Estados Unidos. Recientemente, además, el conflicto ha saltado a la región con los ataques Huties a los cargueros internacionales y la respuesta y contra-respuesta de Estados Unidos e Irán, aunque de momento los mercados no aprecian un riesgo relevante (en Estados Unidos, el ratio oro/cobre, una medida de aversión al riesgo, solo recientemente supera su media histórica). Sigue, sin embargo, existiendo un riesgo real de que el conflicto se extienda a la región y provoque una crisis en Oriente Medio, como la vivida en los años 70 del siglo pasado con la guerra del Yom Kippur. La resolución más plausible sería la presión inducida por Estados Unidos, llevando a Israel a ceder. En este sentido, se especula que este cambio podría ocurrir a principios de año, resultando en la transferencia del control de la franja de Gaza a una coalición militar participada por terceros países (Turquía, países del Golfo, etc.) y a la Autoridad Palestina.

El apoyo incondicional de Estados Unidos suscita dudas sobre la sostenibilidad del apoyo económico simultáneo a Ucrania, que, por otro lado, vive horas bajas en un conflicto que parece haber llegado a un grado de estancamiento. Un reordenamiento de las prioridades de los demócratas en el Congreso restaría enteros al aporte para la causa de Ucrania, con lo que la crisis ahí tendría un final más certero y cercano en el tiempo. El conflicto de Ucrania no tiene visos de resolverse sin una narrativa para un vencedor. Por otra parte, las materias primas y el gas continúan en terreno relativamente moderado con episodios de volatilidad. El efecto base de la situación del año pasado ayuda, así como la menor demanda industrial y de consumo global que mantiene precios relativamente estables. Así, Ucrania se prepara para una guerra prolongada, posiblemente influenciada por las elecciones tanto en Estados Unidos como en Rusia.

Además del conflicto de Ucrania, Europa se ve influida por la situación del Sahel, no solamente porque el golpe de Estado en el Níger representa la enésima caída de un gobierno democrático en favor de una junta, sino porque crecientemente Francia pierde peso específico en la región a favor de Rusia y China, y el acopio de materiales para su industria energética atómica podría verse comprometido. La reciente movilización contra el presidente de la República Democrática del Congo y el derrocamiento del presidente de Gabón después de su victoria electoral son nuevos indicios de que los riesgos son inminentes. Asimismo, hay riesgos reales de posibles rebeliones en países como Chad, Senegal y Sierra Leona.

Por otro lado, lo más llamativo del 2024 es quizá que será el año global de las elecciones. Durante los próximos meses, casi 4 mil millones de personas votarán (véase la Gráfica 1.1.4-c). Es, por lo tanto, un año decisivo por la confluencia de tendencias (como los problemas de gobernanza), las tensiones geopolíticas, el descontento social y los procesos electorales en muchos países no del todo transparentes.

La síntesis de las principales ideas acerca de los procesos electorales más relevantes serían las siguientes:

Parlamento Europeo. Se ha observado un crecimiento de la ultraderecha en los últimos años, pero se anticipa que Ursula von der Leyen mantendrá su posición.

Reino Unido. Las predicciones indican una derrota para el Partido Conservador después de trece años en el poder.

India. A pesar de posibles pérdidas de escaños para el partido gobernante, se espera que el presidente actual permanezca en el poder. Los autores destacan la consolidación del Partido Popular Indio (BJP) en estados clave de India.

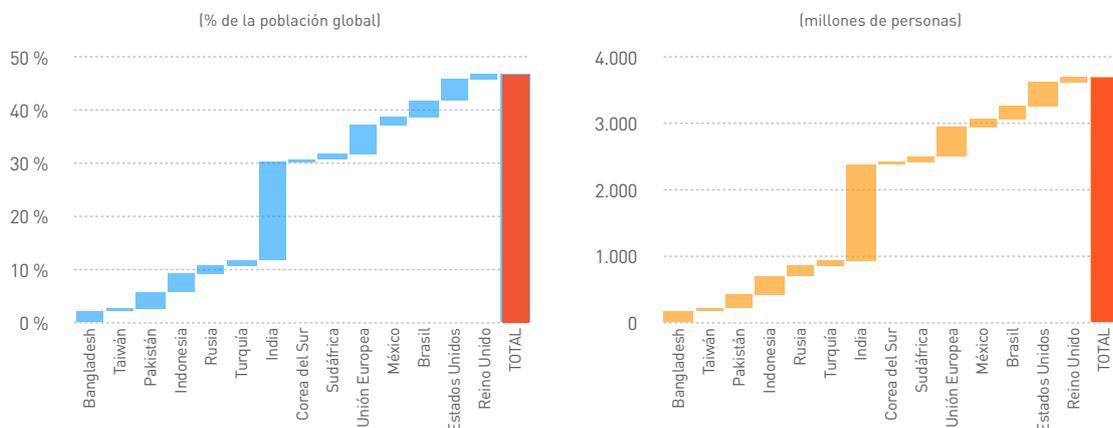
Venezuela. Se prevé que el presidente N. Maduro retenga el poder, con el objetivo principal de proyectar una imagen democrática.

México. Se percibe que la oposición no está siendo capaz de presentar una propuesta política convincente, lo que previsiblemente llevará a la victoria al candidato del partido en el poder.

El Salvador. Se están realizando esfuerzos para reformar la legislación y permitir que N. Bukele se presente nuevamente para mantenerse en el poder.

Taiwán. Se trata de un aspecto central en la disputa entre Estados Unidos y China. Es previsible que la reciente victoria del partido que ya gobernaba mantenga el *statu quo* con respecto a China (a diferencia de la oposición, más proclive a la negociación), pero se descarta un conflicto abierto por el momento, al no estar en el interés de ninguna de las partes.

Gráfica 1.1.4-c
Global: elecciones (población que va a las urnas)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Estados Unidos. Consolidada la candidatura de J. Biden para las elecciones de 2024, junto con D. Trump como candidato republicano, el resultado permanece aún incierto, con la atención centrada en los problemas legales de D. Trump y la posibilidad de una reducción en la ayuda a Ucrania.

Rusia. Las elecciones no dan margen a debate. Cuando V. Putin termine su próximo mandato habrá estado más tiempo en el poder que J. Stalin.

Estados Unidos

- El mercado descuenta 6 bajadas de tipos de interés en 2024, frente a solo 3 del Comité Federal de Mercado Abierto de la Reserva Federal.
- La Reserva Federal estará vigilando la tendencia a la desaceleración en el crédito, de las manufacturas y de la creación de empleo.
- Las líneas de liquidez a los bancos deberán ser prorrogadas después de marzo.
- Se prevé que el PIB crezca un 1,1% en 2024 y un 1,5 % en 2025.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

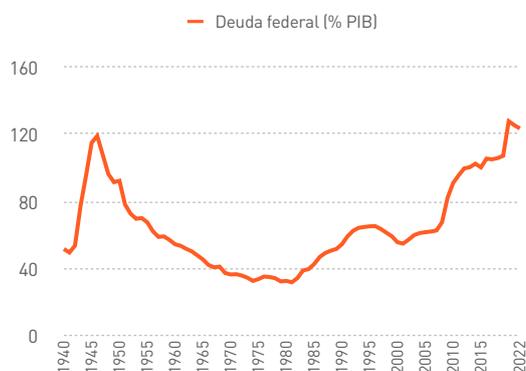
1.2.1 Estados Unidos

La política monetaria clave en el rumbo económico de 2024.

La economía de los Estados Unidos creció un 2,9% interanual en el tercer trimestre de 2023, sorprendiendo positivamente, especialmente en el consumo que aumentó un 3,1% trimestral. La inversión y el gasto del gobierno también fueron sólidos. Sin embargo, se espera una desaceleración en los próximos trimestres, aunque los datos sugieren que se ha logrado un aterrizaje suave, siempre y cuando no se presenten eventos financieros inesperados.

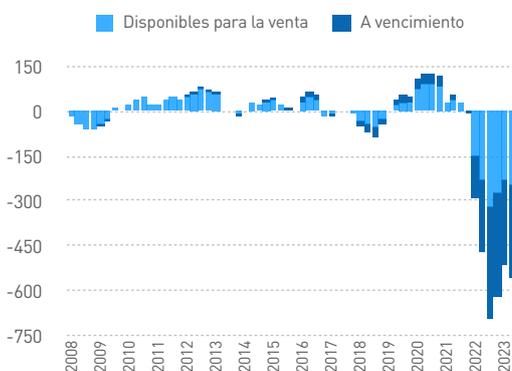
Los indicadores adelantados de la *Conference Board* están negativos (-8,0), manifestando una relativa contracción en el crédito, construcción y manufactura. La Reserva Federal observará estos indicadores con atención, ya que un fuerte consumo sin respuesta de la producción podría resultar en un repunte de la inflación. Aunque la confianza del consumidor mejora, aún se encuentra por debajo de los niveles de 2018-2019. De igual forma, los PMIs de diciembre sugieren mejoras modestas, con el compuesto en 50,9, el manufacturero en 47,9 y el de servicios en 50,1. Aunque el mercado laboral se mantiene fuerte con tasas de participación y desempleo estables, la creación de empleo está desacelerando, según la encuesta a directivos bancarios. Asimismo, la demanda de préstamos empresariales ha disminuido en todos los sectores, lo que la Reserva Federal debe tener en cuenta. De esta forma, las previsiones apuntan a un cierre de

Gráfica 1.2.1-a
Estados Unidos: deuda federal (% PIB)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Office of Management and Budget)

Gráfica 1.2.1-b
Estados Unidos: minusvalías no realizadas en manos de los bancos por inversiones en valores (millardos de USD)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del FDIC)

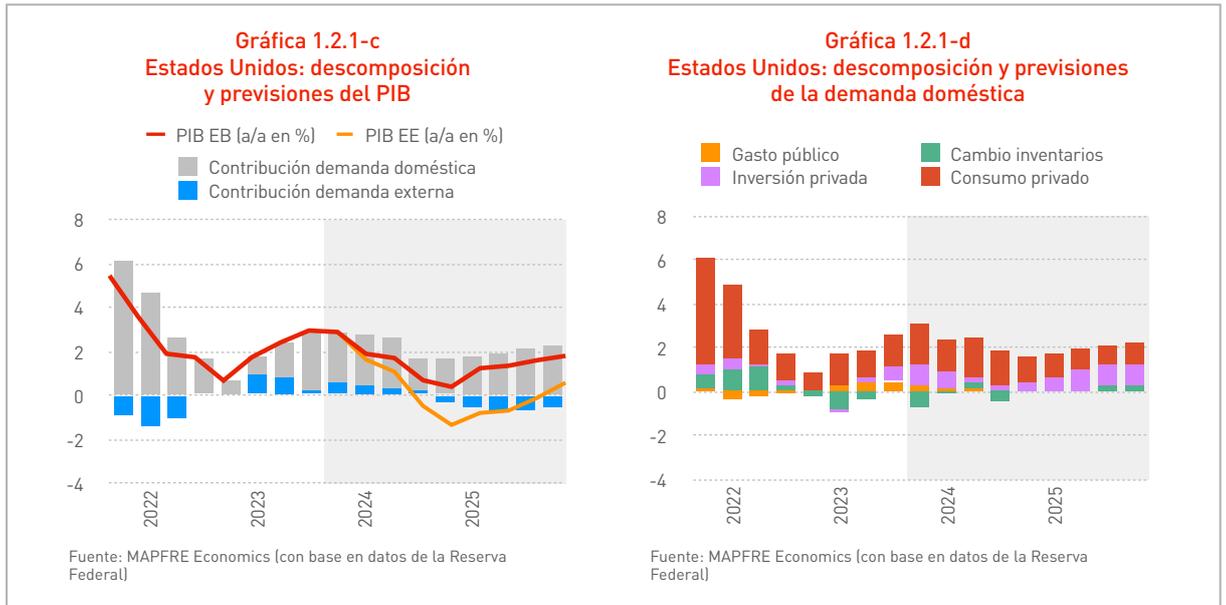


Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
PIB (% a/a)	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,5	1,1	1,5	0,2	-0,3
Contribución de la demanda doméstica	2,6	-2,0	7,1	2,4	1,8	1,0	2,0	0,2	0,3
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,2	-1,3	-0,5	0,6	0,2	-0,6	0,1	-0,5
Contribución del consumo privado	1,4	-1,7	5,6	1,7	1,5	0,6	1,0	0,2	0,2
Contribución de la inversión total	0,6	-0,2	1,2	0,2	0,4	0,4	0,9	0,1	0,1
Contribución del gasto público	0,5	0,4	0,0	-0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,0	-2,5	8,4	2,5	2,2	2,2	1,4	1,5	0,3
Gasto público (% a/a)	3,9	2,9	0,3	-0,9	2,6	0,8	0,4	0,8	0,4
Inversión total (% a/a)	2,9	-1,0	5,3	0,9	1,9	1,8	4,2	0,3	0,4
Exportaciones (% a/a)	0,5	-13,1	6,3	7,0	2,7	2,1	3,6	1,0	1,7
Importaciones (% a/a)	1,2	-9,0	14,5	8,6	-2,2	0,1	6,6	-0,8	4,7
Tasa de paro (%; último trimestre)	3,6	6,7	4,2	3,6	3,7	4,1	4,2	4,6	4,9
Inflación (% a/a, media)	1,8	1,3	4,7	8,0	4,2	2,7	2,2	3,0	1,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,0	1,2	6,8	7,1	3,3	2,5	2,1	2,6	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-6,6	-14,7	-11,4	-4,3	-7,8	-7,0	-6,9	-7,4	-7,8
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,8	-3,5	-3,8	-3,1	-2,9	-3,2	-2,6	-2,8
Tipo de interés oficial (final período)	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,00	3,00	5,50	3,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1,91	0,24	0,21	4,77	5,59	5,12	4,11	5,58	3,76
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,92	0,93	1,52	3,88	3,88	3,79	3,46	4,60	4,23
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)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,09	1,11	1,08	1,11
Crédito privado (% a/a, media)	5,0	6,3	14,8	2,1	-3,1	3,0	4,5	1,5	2,8
Crédito familias (% a/a, media)	3,4	3,3	7,9	7,5	3,8	6,4	7,7	6,0	6,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,7	8,7	4,4	10,9	4,3	4,0	3,6	4,0	3,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,4	6,7	4,9	9,8	5,6	0,0	1,2	0,1	1,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,4	15,2	11,2	3,3	4,6	4,7	5,8	5,1	7,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

2023 con un crecimiento del 2,5% y aumentos del 1,1% y 1,5% en 2024 y 1,5% 2025 (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-c y 1.2.1-d).

Por otra parte, la inflación (IPC) se ha situado en 3,4% en diciembre, con la subyacente en 3,9%. Esta situación, y el hecho de que el último dato mensual fuese 0,3% m/m, son indicativos de que será difícil continuar con el ajuste a la baja en la dinámica de crecimiento de los precios, más aún con los nuevos *shocks* geopolíticos sobre insumos y energía. El desempeño futuro de la inflación dependerá del balance de fuerzas bajistas de demanda y alcistas de oferta.

En su reunión de diciembre, la Reserva Federal no ha tocado los tipos de interés, dejándolos en 5,50% (banda alta). Ahora, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) asume estar discutiendo el ritmo de bajadas en 2024, con las previsiones de los miembros del consejo previendo por lo pronto solo 3 bajadas hasta 4,75% (banda alta) a final de 2024. Sin embargo, los mercados descuentan bajadas mucho más agresivas, con 6 bajadas hasta final de año, situando la banda alta en 4,00%. En nuestro informe, más alineados con las perspectivas del mercado, esperamos un 4,00% a final de año, pero con un calendario de implementación más pausado. La Reserva Federal tendrá que ponderar muchos factores en la adopción de sus decisiones de este año: la renovada inflación con incremento en las expectativas y revisiones salariales en un contexto de efectos base que se agotan, indicadores adelantados, producción industrial y demanda de crédito débiles, una curva de tipos de interés aún invertida, e incertidumbres clave vinculadas al año electoral en Estados Unidos. En relación con la reducción de balance la Reserva Federal, se prevé que esta siga con el ritmo de reducción actual (85 millardos de dólares por mes).

En síntesis, la desaceleración económica parece haberse gestionado de manera suave, gracias a los esfuerzos de la Reserva Federal y del Tesoro estadounidense. Han logrado contener el impacto del terremoto en el sector bancario ocurrido en marzo de 2023, utilizando líneas de liquidez. Además, persisten desafíos fundamentales, como las minusvalías no realizadas en títulos de deuda que pueden afectar a la estabilidad del sistema financiero.

Terminándose su plazo en marzo, es probable que la “línea de soporte vital” deba ampliarse para garantizar la estabilidad.

1.2.2 Eurozona

Inflexión de la política monetaria en 2024, ante una economía que ya muestra signos de fatiga.

La economía de la Eurozona se contrajo un -0,1% trimestral en el tercer trimestre de 2023 (0,0% interanual), principalmente debido a la recesión en Alemania. La demanda doméstica y la inversión disminuyen, mientras que las exportaciones e importaciones también se contraen. Solo el gasto público muestra un aumento (0,5% interanual). Los indicadores adelantados de actividad (PMIs) de diciembre indican contracción en todos los sectores, con el compuesto en 47,6 puntos. La producción industrial europea está en recesión, con caídas en todos los agregados. Otros indicadores adelantados, como el volumen de pedidos y la curva de tipos de interés invertida, sugieren un posible empeoramiento.

Eurozona

- **La transmisión de la política monetaria sobre las condiciones financieras ha sido fuerte y ha frenado la demanda.**
- **Se observa una recesión en la industria con efectos directos sobre la inversión.**
- **La inflación se ha moderado, aunque presenta signos de persistencia hacia el final de año.**
- **Se estima que el PIB de la Eurozona se incrementará un 0,6% en 2024, dinamizándose hasta el 1,6% en 2025.**

En este contexto, se prevé un crecimiento económico en la Eurozona del 0,5% en 2023, del 0,6% en 2024 y 1,6% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b). Aunque la economía ya muestra señales de desaceleración, los mercados reaccionan positivamente a la narrativa de reducción de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE). Adicionalmente, por más que las condiciones financieras se relajarán, tomará tiempo llegar a los prestamistas finales. En este sentido, y a pesar de cierta incertidumbre sobre la inflación, se busca

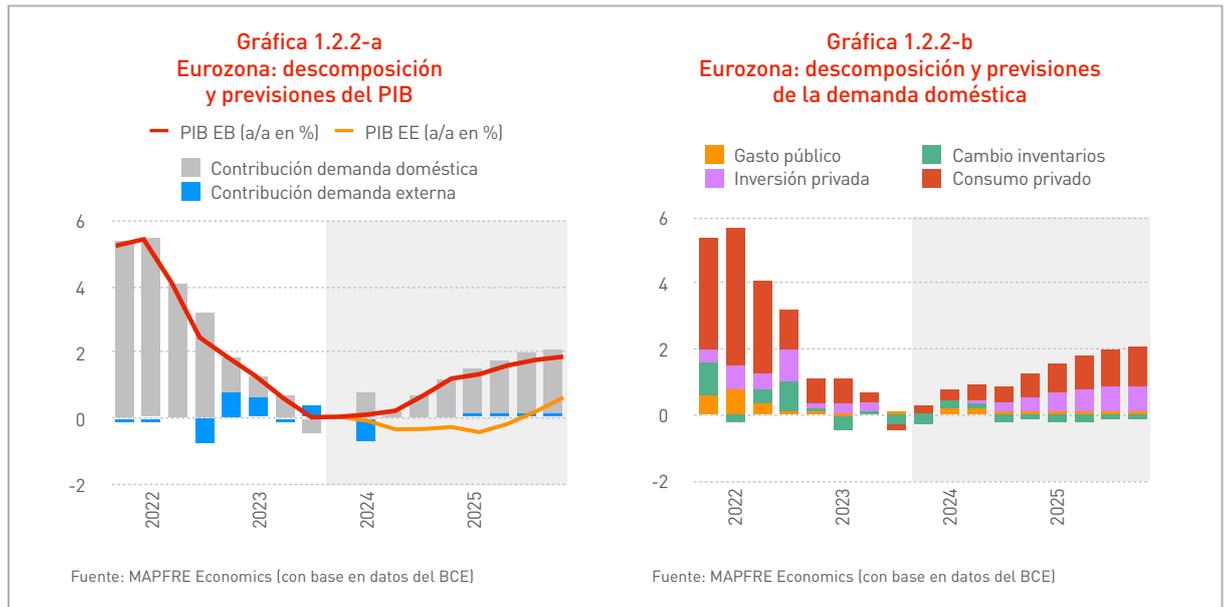


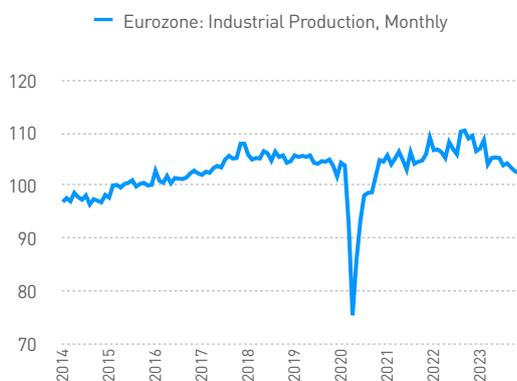
Tabla 1.2.2 Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
PIB (% a/a)	1,6	-6,2	5,9	3,4	0,5	0,6	1,6	-0,3	0,1
Contribución de la demanda doméstica	2,3	-5,6	4,5	3,4	0,2	0,7	1,5	-0,1	0,1
Contribución de la demanda externa	-0,7	-0,6	1,4	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,2	0,1
Contribución del consumo privado	0,7	-4,2	2,3	2,2	0,2	0,5	0,9	0,1	0,3
Contribución de la inversión total	1,4	-1,3	0,8	0,6	0,2	0,2	0,6	-0,1	-0,1
Contribución del gasto público	0,4	0,2	0,9	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,4	-7,8	4,4	4,2	0,5	0,9	2,1	0,3	1,0
Gasto público (% a/a)	1,8	1,0	4,2	1,6	0,1	0,7	0,7	0,7	0,7
Inversión total (% a/a)	6,5	-6,2	3,7	2,8	0,7	0,8	2,9	-0,7	-0,4
Exportaciones (% a/a)	3,3	-9,4	11,4	7,4	-0,7	1,3	3,6	0,5	2,0
Importaciones (% a/a)	5,0	-8,8	9,1	8,0	-1,3	1,7	3,6	1,0	1,9
Tasa de paro (% último trimestre)	7,5	8,3	7,1	6,7	6,5	6,5	6,4	7,0	7,4
Inflación (% a/a, media)	1,2	0,3	2,6	8,4	5,5	2,5	2,0	2,9	1,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,0	-0,3	4,6	10,0	2,8	2,2	2,1	2,4	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-0,6	-7,1	-5,2	-3,6	-3,0	-2,8	-2,3	-3,1	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	1,0	-5,5	-3,8	-1,9	-1,2	-1,0	-0,5	-1,3	-1,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,5	1,7	2,8	-0,6	1,9	2,4	2,4	2,3	2,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,00	2,00	4,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,28	1,60	3,79	2,10
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,32	-0,19	0,32	3,39	2,79	2,74	2,72	3,84	3,67
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,09	1,11	1,08	1,11
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)	3,3	3,0	3,9	4,2	2,0	3,9	4,7	3,3	3,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,0	3,0	2,8	5,3	0,7	4,5	5,4	4,1	4,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,4	0,2	1,1	8,7	0,2	1,0	1,7	0,9	1,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	13,1	19,7	17,7	13,6	14,4	14,4	14,1	14,6	15,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
 Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

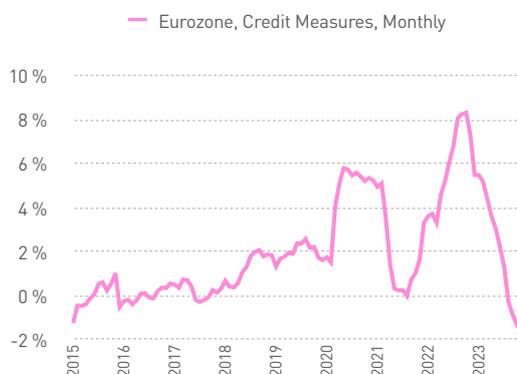
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.2-c
Eurozona: índice de producción industrial



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Eurostat)

Gráfica 1.2.2-d
Eurozona: préstamos a empresas no financieras (% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

evitar un aterrizaje duro, y las políticas fiscal y monetaria parecen estar alineándose para lograrlo.

Por otra parte, la inflación en la Eurozona alcanzó el 2,9% interanual en diciembre. El BCE mantuvo sin cambios sus tipos de interés en su reunión de diciembre, esperando que la inflación descienda gradualmente hasta el objetivo del 2% en 2025. Según la presidenta del BCE, la transmisión de la política monetaria a las condiciones financieras es sólida y ello se aprecia en el comportamiento de la demanda y de la inflación. A pesar de las subidas anteriores en los tipos de interés, así como de condiciones financieras más estrictas que han frenado la demanda y han contribuido a la reducción de la inflación, se anticipa un punto de inflexión en 2024. No obstante, se anticipa una débil recuperación económica a corto plazo, con un repunte proyectado más allá de 2024.

del 0,4% trimestral. El consumo de los hogares sigue creciendo (1,1% anual), lo mismo que el gasto público (4,3% trimestral) gracias a políticas fiscales expansivas y al afecto del Fondo de Recuperación. La inversión, sin embargo, pierde dinamismo (0,2% anual, -2,5% trimestral), como resultado del encarecimiento de la financiación, y la construcción se desacelera (-11% anual) impulsada por una disminución en la concesión de hipotecas (-23% anual). Asimismo, la producción industrial está ligeramente mermada (-1,5% anual en octubre).

Respecto a los indicadores adelantados de actividad, los PMIs de diciembre están en positivo, excepto el manufacturero (46,2 puntos). Las ventas al por menor crecen un 5,2% anual (0,9% mensual) en noviembre, el índice de confianza del consumidor rebota ligeramente al -18,6, y la encuesta al sector minorista está ligeramente en terreno negativo

1.2.3 España

Pese a una mayor resiliencia respecto a su entorno en Europa, la desaceleración de la economía española ya es patente.

La economía española muestra resiliencia, aunque ya se observa la desaceleración por el endurecimiento de las condiciones financieras. En el tercer trimestre de 2023, la economía creció un 0,3% trimestral (1,8% anual), después de un segundo trimestre con un crecimiento

España

- La concesión de hipotecas y la actividad en la construcción están en desaceleración.
- La inflación se mantiene en la senda correcta, lo que hace que se retiren ayudas fiscales.
- La eventual flexibilización de la política monetaria en 2024 y 2025 podrá ofrecer soporte adicional a la actividad económica.
- La estimación de crecimiento del PIB español es del 1,4% para 2024 y del 1,8% para 2025.

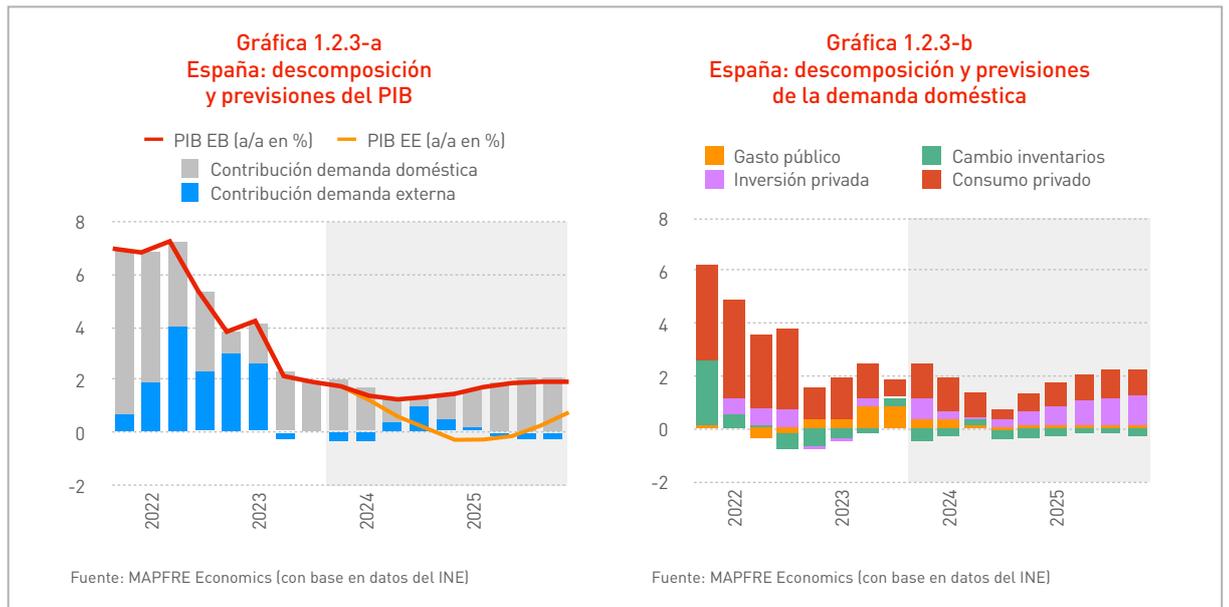


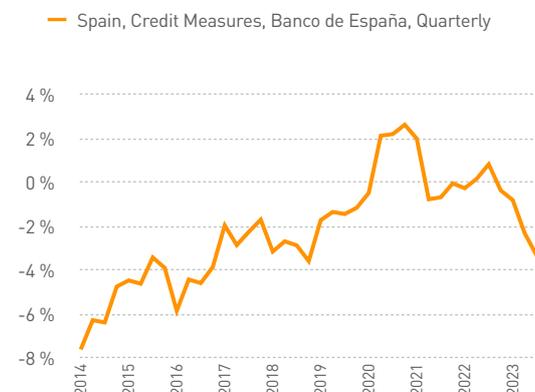
Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)	
PIB (% a/a)	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,5	1,4	1,8	0,4	0,1	
Contribución de la demanda doméstica	1,6	-8,9	6,7	3,0	1,9	1,0	1,9	0,0	-0,1	
Contribución de la demanda externa	0,4	-2,3	-0,3	2,8	0,5	0,4	-0,1	0,4	0,1	
Contribución del consumo privado	0,6	-7,0	4,0	2,7	1,2	0,8	1,0	0,2	-0,1	
Contribución de la inversión total	0,9	-1,8	0,6	0,5	0,3	0,3	0,9	-0,1	0,0	
Contribución del gasto público	0,4	0,7	0,7	0,0	0,6	0,1	0,2	0,1	0,2	
Consumo privado (% a/a)	1,1	-12,3	7,1	4,7	2,1	1,4	1,7	0,4	-0,1	
Gasto público (% a/a)	1,9	3,6	3,4	-0,2	3,0	0,7	0,9	0,7	0,9	
Inversión total (% a/a)	4,5	-9,0	2,8	2,4	1,4	1,7	4,9	-0,3	0,2	
Exportaciones (% a/a)	2,2	-20,1	13,5	15,2	1,2	2,3	3,4	1,6	1,8	
Importaciones (% a/a)	1,3	-15,0	14,9	7,0	-0,1	1,4	4,1	0,4	1,7	
Tasa de paro (% , último trimestre)	13,8	16,1	13,3	12,9	11,7	11,4	11,4	12,3	13,0	
Inflación (% a/a, media)	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,6	2,4	2,0	2,5	1,0	
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,4	-0,7	5,8	6,6	3,4	2,5	1,8	2,3	0,6	
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-10,1	-6,7	-4,7	-4,2	-4,0	-3,1	-4,6	-4,6	
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,8	-7,8	-4,5	-2,3	-1,7	-1,6	-0,7	-2,0	-1,9	
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,1	0,6	0,8	0,6	2,7	3,2	3,4	3,1	4,3	
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,00	2,00	4,50	2,50	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,28	1,60	3,79	2,10	
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,47	0,06	0,60	3,66	3,00	3,15	3,15	4,31	4,27	
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,09	1,11	1,08	1,11	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito familias (% a/a, media)	-0,2	-1,0	0,1	0,6	-0,8	0,6	1,6	0,1	0,1	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,1	1,8	3,9	1,9	-3,0	3,1	4,0	1,1	-2,3	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,6	11,0	-0,1	-11,9	-2,8	1,5	2,8	1,5	2,6	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	8,2	17,7	13,8	7,6	10,6	9,7	8,9	10,1	10,5	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

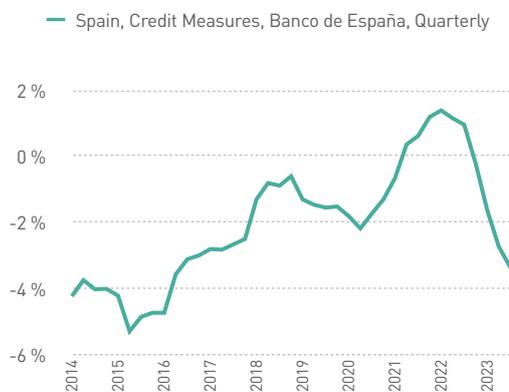
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.3-c
España: préstamos bancarios al sector privado
 (% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.3-d
España: préstamos para hipotecas y reformas
 (% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

(-1,0 en diciembre). En este contexto, para 2024, se espera moderación en el crecimiento. El consumo y la inversión se desacelerarán hasta que las condiciones financieras vuelvan a ser más benignas, y las exportaciones se recuperarán solamente a medida que las economías europeas se recuperen de su propia atonía. De esta forma, se prevé un crecimiento del 2,5% para 2023, y del 1,4% en 2024 y 1,8% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Por otra parte, la inflación de diciembre se situó en 3,1% (0% mensual); la armonizada crece al 3,3% anual (0% mensual), y la subyacente sube un 3,8% anual. Los alimentos siguen subiendo al 9,0%, mientras que las medidas de amortiguación de la inflación activadas en 2022 se retirarán gradualmente.

Entre los riesgos de corto plazo para la economía española se encuentran unas condiciones financieras más estrictas derivadas de la política monetaria del BCE, la desaceleración en la construcción y contratación de hipotecas, la espera en la inversión industrial, y la necesidad de crecimiento vía turismo y exportaciones. Los planes de gasto y la estabilidad del Gobierno de coalición también son factores para observar.

1.2.4 Alemania

La recesión económica se observa en muchos indicadores y el PIB se ha vuelto a contraer en la parte final del año.

La economía de Alemania se contrajo nuevamente en el tercer trimestre de 2023, con -0,1% trimestral y -0,4% anual, continuando la tendencia de contracción económica observada a lo largo del año. El consumo privado disminuye un -2,0% anual, y tanto las exportaciones como las importaciones decrecen, siendo estas últimas en donde la pérdida de dinamismo ha sido más pronunciada. El gasto público se ajusta (-1,6% anual) tras la negativa del Supremo a utilizar fondos Covid para otros propósitos. La producción industrial y los pedidos de fábrica han caído significativamente, evidenciando la presión en el sector. La construc-

Alemania

- La producción industrial alemana está en contracción.
- Los pedidos de fábrica y los pedidos de exportación están igualmente en caída.
- El volumen de construcción es un 20% menor que en 2021, y las ventas al por menor (excluyendo automóviles) caen un -2,4%.
- La previsión de crecimiento económico para Alemania es de apenas el 0,3% para 2024, con una recuperación al 1,5% en 2025.

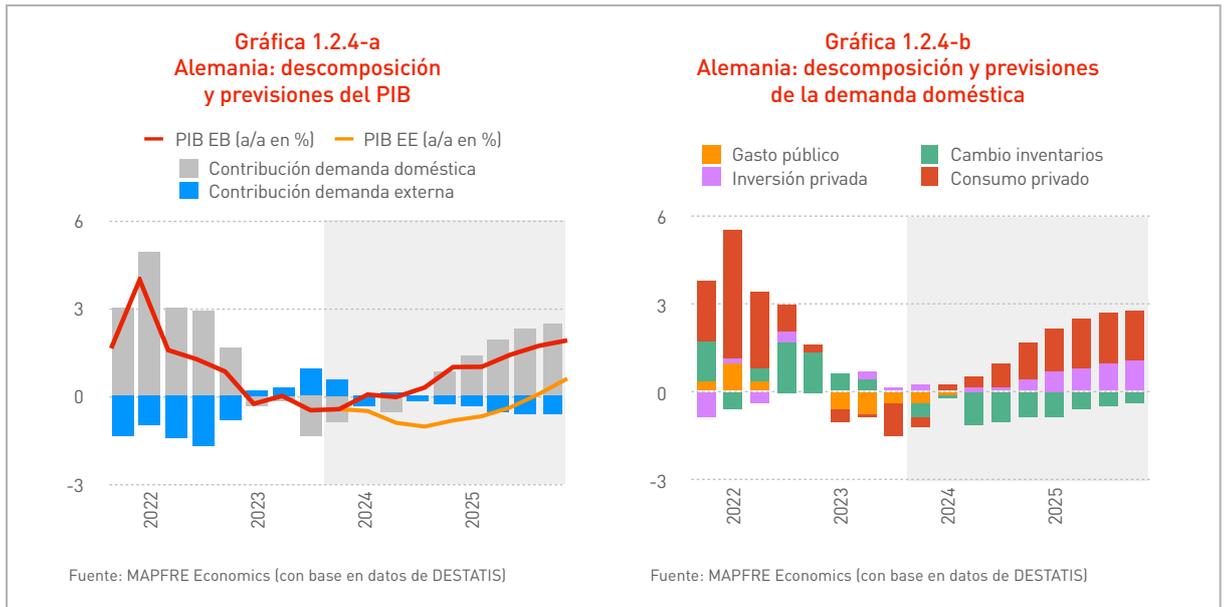


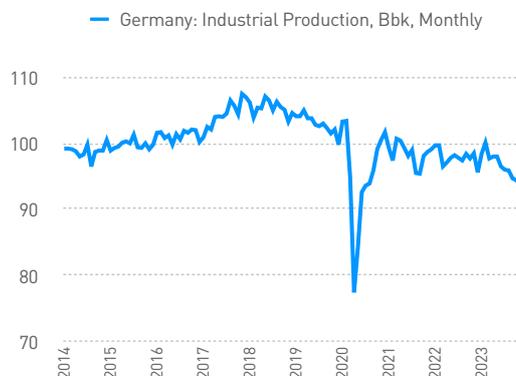
Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB [% a/a]	1,1	-4,2	3,1	1,9	-0,3	0,3	1,5	-0,8	-0,1
Contribución de la demanda doméstica	1,4	-3,1	2,3	3,1	-0,7	0,5	2,0	-0,5	0,5
Contribución de la demanda externa	-0,3	-1,1	0,8	-1,3	0,5	-0,2	-0,5	-0,3	-0,6
Contribución del consumo privado	0,9	-3,2	0,8	2,0	-0,5	0,7	1,7	0,4	1,2
Contribución de la inversión total	0,4	-0,7	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,9	-0,1	0,2
Contribución del gasto público	0,5	0,8	0,7	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Consumo privado [% a/a]	1,6	-6,1	1,5	3,9	-0,9	1,3	3,2	0,8	2,3
Gasto público [% a/a]	2,6	4,1	3,1	1,6	-2,2	-0,1	0,2	-0,1	0,2
Inversión total [% a/a]	1,8	-3,2	-0,3	0,2	0,7	0,8	4,2	-0,5	0,8
Exportaciones [% a/a]	2,3	-10,0	9,5	3,5	-1,5	0,6	2,8	-0,2	1,0
Importaciones [% a/a]	3,4	-8,9	8,8	6,8	-2,6	1,1	4,2	0,4	2,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	6,1	5,2	5,5	5,8	5,6	5,2	6,0	6,2
Inflación [% a/a, media]	1,4	0,5	3,1	6,9	6,0	2,1	1,9	2,5	0,9
Inflación [% a/a, último trimestre]	1,2	-0,1	4,7	8,6	3,6	1,2	2,3	1,6	1,1
Balance fiscal (% PIB)	1,5	-4,3	-3,6	-2,5	-1,8	-1,5	-0,7	-1,8	-1,6
Balance fiscal primario (% PIB)	2,3	-3,7	-3,0	-1,8	-1,0	-0,6	0,3	-0,8	-0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,4	7,0	7,8	4,4	6,6	6,5	6,0	6,4	6,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,00	2,00	4,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,28	1,60	3,79	2,10
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,19	-0,58	-0,18	2,57	2,03	2,12	2,10	3,05	2,83
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,09	1,11	1,08	1,11
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado [% a/a, media]	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias [% a/a, media]	4,6	4,3	5,1	5,0	3,4	8,8	8,3	8,1	6,1
Crédito S.P. no financiero [% a/a, media]	4,7	4,5	3,6	7,9	4,7	3,6	4,2	3,6	3,9
Crédito S.P. financiero [% a/a, media]	10,3	9,7	8,4	9,6	5,4	1,4	2,1	1,4	2,0
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	10,8	16,6	15,0	11,2	11,6	11,8	11,4	11,9	12,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

Gráfica 1.2.4-c
Alemania: índice de producción industrial
(incluyendo construcción)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.4-d
Alemania: índice de ventas al por menor
(excluyendo autos)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

ción experimenta también una contracción, especialmente en la actividad residencial. La producción automotriz, por su parte, disminuye a la mitad en los últimos 4 años debido a la deslocalización.

El índice Ifo de confianza empresarial está en terreno negativo, con caídas en nuevos pedidos y expectativas de empleo. Los PMIs de diciembre están por debajo de los 50 puntos, indicando que se mantienen en terreno de contracción. Las ventas al por menor caen (-2,0% en diciembre) reflejando la desaceleración en el consumo privado, y la confianza del consumidor sigue en terreno negativo.

El avance del cuarto trimestre de 2023 dejaría la contracción anual del PIB alemán en el -0,3%. Para los próximos trimestres, se espera una mejora a medida que el entorno externo se recupere y las condiciones internas mejoren, con ganancias salariales y suavización de la financiación, en línea con la inflexión de la política monetaria. De esta forma, se proyecta una recuperación del PIB del 0,3% para 2024 y del 1,5% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Por otra parte, la inflación de diciembre fue del 3,7% anual, con la alimentación y la hostelería mostrando incrementos notables. Entre los riesgos económicos de corto plazo para la economía de Alemania se destacan la caída en la construcción y la producción industrial, especialmente en la industria automotriz,

enfrentando costos energéticos elevados y menor demanda global. A nivel político, se busca financiar las cuentas públicas con un déficit superior al 3%, sin aumentar impuestos, requiriendo una ampliación de la suspensión de la regla de equilibrio presupuestario.

1.2.5 Italia

Las bajadas de tipos de interés y los fondos de la Unión Europea podrían llegar a tiempo de evitar un escenario peor del que los datos anticipan.

La economía italiana sigue mostrando un reducido dinamismo, creciendo solo un 0,1% a/a (0,1% t/t) en el tercer trimestre de 2023. El consumo privado se muestra en ligera contracción (-0,2% a/a), al igual que la inversión (-0,2% a/a) y las exportaciones (-0,4% a/a), las cuales ya acusan el efecto de la

Italia

- El coste de la deuda pública italiana se ha moderado gracias a las expectativas de menores tipos de interés.
- Los indicadores adelantados de actividad se mantienen en zona de contracción, excepto el de la construcción.
- El déficit presupuestario en Italia sigue cercano al -8% del PIB.
- Se prevé que la economía italiana crezca un 0,5% en 2024 y un 1,2% en 2025.

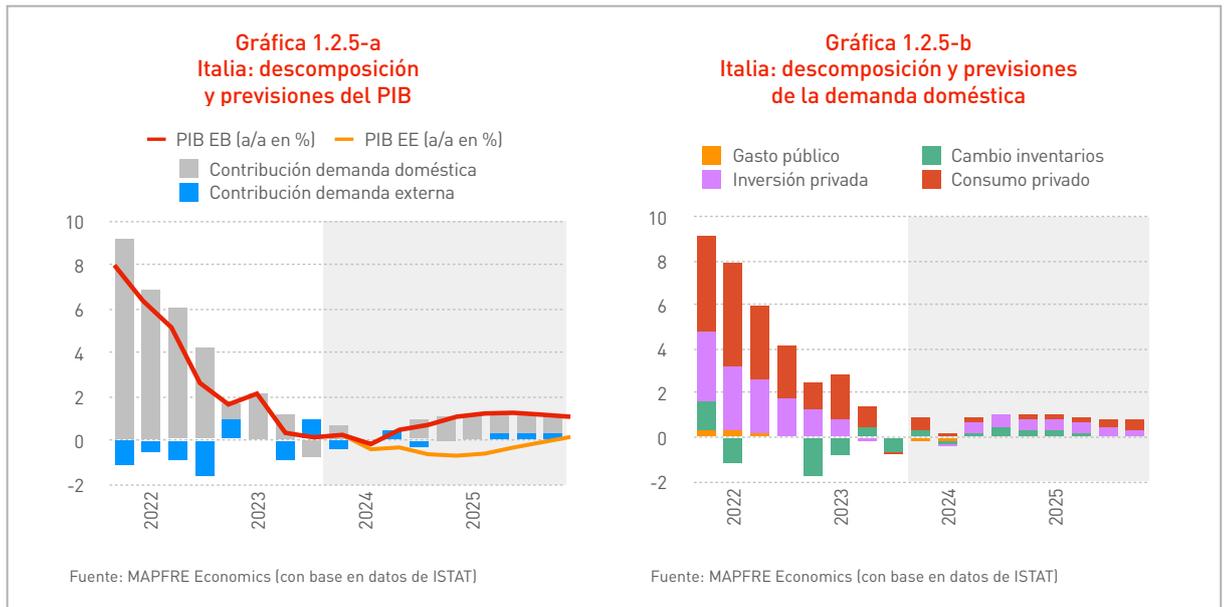


Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)	
PIB (% a/a)	0,5	-9,0	8,3	3,9	0,7	0,5	1,2	-0,5	-0,2	
Contribución de la demanda doméstica	-0,3	-8,2	8,3	4,4	0,8	0,5	0,9	-0,6	-0,6	
Contribución de la demanda externa	0,7	-0,9	0,0	-0,5	-0,1	0,1	0,3	0,0	0,4	
Contribución del consumo privado	0,1	-6,3	3,1	2,9	0,9	0,2	0,4	-0,4	-0,4	
Contribución de la inversión total	0,2	-1,5	3,8	2,1	0,1	0,3	0,4	-0,1	-0,3	
Contribución del gasto público	-0,1	0,0	0,3	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
Consumo privado (% a/a)	0,2	-10,4	5,3	5,0	1,5	0,3	0,6	-0,6	-0,6	
Gasto público (% a/a)	-0,6	0,1	1,5	0,7	-0,4	-0,3	0,0	-0,3	0,0	
Inversión total (% a/a)	1,2	-8,0	20,7	10,1	0,6	1,6	1,9	-0,5	-1,6	
Exportaciones (% a/a)	1,8	-14,3	14,0	10,7	0,0	3,1	3,8	2,0	2,2	
Importaciones (% a/a)	-0,5	-12,7	15,2	13,1	0,3	3,0	3,0	2,0	1,0	
Tasa de paro (% , último trimestre)	9,7	9,8	9,0	7,8	7,5	7,9	8,1	8,4	8,9	
Inflación (% a/a, media)	0,6	-0,1	1,9	8,2	5,7	2,1	1,7	2,5	0,9	
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	-0,2	3,5	11,7	1,0	2,1	1,8	2,1	0,8	
Balance fiscal (% PIB)	-1,5	-9,6	-8,8	-8,0	-5,3	-4,5	-3,8	-5,0	-5,0	
Balance fiscal primario (% PIB)	1,9	-6,1	-5,3	-3,7	-1,5	-0,2	0,5	-0,7	-0,5	
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,4	3,9	2,4	-1,4	0,4	1,3	1,4	0,9	2,0	
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,00	2,00	4,50	2,50	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,28	1,60	3,79	2,10	
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,43	0,52	1,19	4,72	3,69	4,00	4,03	5,31	5,33	
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,09	1,11	1,08	1,11	
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)	2,2	1,2	3,0	3,5	0,3	1,2	2,7	0,7	1,2	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,6	3,7	1,0	2,1	-1,3	0,5	3,0	-1,6	-1,9	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-5,8	-10,3	22,7	20,4	-0,8	0,3	2,2	-0,4	0,6	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	9,5	17,0	15,2	9,5	8,4	9,9	10,2	10,3	12,3	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

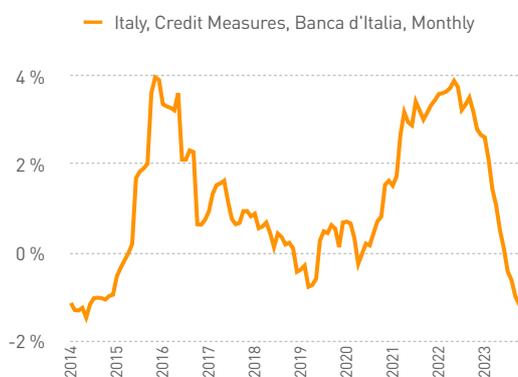
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.5-c
Italia: masa monetaria (M2)
(% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.5-d
Italia: préstamos a hogares
(% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

desaceleración en los países de destino. La economía de Italia depende fuertemente del turismo y de la producción industrial, que representa el 20% del PIB, y estas son vulnerables a la desaceleración global. Las ventas al por menor, caían al -3,2% en octubre, y la confianza del consumidor (en 106,7 puntos) repuntó en diciembre, pero sigue por debajo de los niveles de 2018. Los índices de gestores de compras de diciembre (PMIs) están negativos, excepto el de la construcción: el manufacturero en 45,3, el compuesto en 48,6, el de servicios en 49,8 y el de construcción 55,2 puntos.

Para 2024, se espera todavía un arranque de año difícil, debido a las condiciones financieras estrictas, con la financiación a las empresas menos asequible, lo que se reflejará en la inversión. El consumo público se mantendrá moderado por la necesidad de reencauzar el déficit, muy elevado desde 2020, en tanto que el consumo privado también se verá mermado por la inflación y la menor renta disponible de las familias, y las exportaciones deberán recuperarse, en línea con la recuperación del contexto externo. Debe destacarse que Italia, la mayor beneficiaria del Fondo de Recuperación, recibió un tercer tramo de financiación en octubre y la Comisión Europea aprobó el 28 de noviembre un cuarto tramo. Esto deberá ser un empuje suficiente para que la economía siga creciendo en este entorno de altos tipos de interés. Así, nuestras previsiones se sitúan en un crecimiento del PIB del 0,7% para el cierre de 2023, del 0,5% para 2024 y del 1,2% en 2025

(véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

Por otra parte, la inflación de diciembre ha sido muy baja (0,6% a/a), aunque esto se debe al efecto base, ya que el año anterior se situó en 11,6%. A nivel intermensual, la inflación creció un 0,2% m/m; la subyacente se sitúa en 3,2%, y la armonizada en 0,5%, mientras que los precios al productor bajan -16,3% a/a. La alimentación sube un 5,9%, mientras que los suministros para el hogar bajan un -19%, y los combustibles de automoción suben un 1,4%.

A nivel de riesgos de corto plazo, el principal sigue siendo el nivel de endeudamiento del gobierno, con los déficits fiscales muy altos (cerca del 8% del PIB). El Tesoro italiano tendrá que satisfacer las necesidades de financiación (en torno a 15 millardos de euros mensuales), en un contexto de tipos de interés más altos y un BCE en proceso de reducción de balance. El coste de financiación en bonos a 10 años se ha moderado y la rentabilidad del bono ha bajado en 1 punto porcentual, hasta 3,8%. No obstante, la consolidación fiscal seguirá siendo un reto para controlar la trayectoria de la deuda. Por el lado positivo, están las previstas bajadas de tipos de interés y, por tanto, el mejoramiento de las condiciones financieras de cara a los próximos años. Sin embargo, el conflicto en Oriente Medio ya está representando un problema para el transporte marítimo en el canal de Suez y esto puede afectar las cadenas de suministro de los países europeos.

1.2.6 Reino Unido

El tercer trimestre del año pasado mostró una ligera contracción, con vistas a recuperar el dinamismo en el año electoral de 2024.

El PIB del Reino Unido se contrajo en el tercer trimestre de 2023 (-0,1% t/t), aunque registra un modesto crecimiento anual del 0,3%. El consumo y la inversión experimentan contracciones, reflejando una desaceleración generalizada de la economía. Los cambios en los tipos de interés hipotecarios han afectado la renta disponible de las familias, con un aumento notable en los últimos dos años, lo que ha pesado sobre el consumo y la inversión.

A pesar del bajo nivel de desempleo (4,3%), las ventas al por menor llevan 18 meses contrayéndose, indicando presiones sobre el consumo. En compensación, el gobierno ha anunciado recortes de impuestos y otros incentivos para estimular el crecimiento. Los PMIs mejoran ligeramente en diciembre, pero la confianza del consumidor sigue por debajo de los niveles previos a 2019.

En este contexto, para 2023 se prevé un crecimiento del 0,5%, en tanto que para 2024 y 2025, los crecimientos económicos estimados se situarían en el entorno del 0,4% y del 1,3%, respectivamente (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-c y 1.2.6-d). La inflación, por su parte, repuntó al 4,0% en diciembre, con la

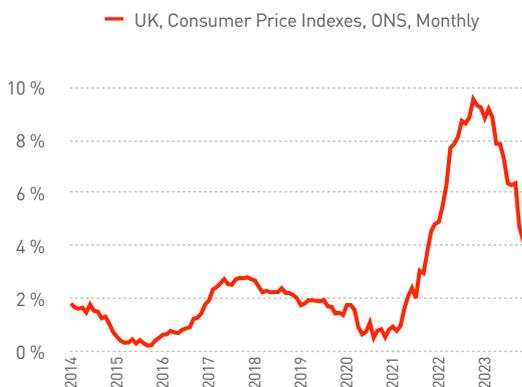
Reino Unido

- La desaceleración de la actividad económica en el Reino Unido se observa en las ventas minoristas y en las importaciones.
- La inflación sigue alta en alimentos, bebidas y salud.
- El Banco de Inglaterra mantiene tipos de interés, en tanto que el mercado descuenta bajadas para mediados de 2024.
- La estimación de crecimiento del PIB para 2024 es del 0,4% y del 1,3% para 2025.

subyacente manteniéndose en 5,1%. En este marco, el Banco de Inglaterra ha mantenido los tipos de interés en 5,25%, aunque se espera una posible reducción en la segunda mitad de 2024.

Las elecciones generales en 2024 se acercan, con el partido laborista liderando en las encuestas. A colación, las medidas de estímulo buscan revitalizar la economía y cerrar la brecha en las intenciones de voto. La presión en el bolsillo de las familias se refleja en las ventas minoristas e importaciones, resultado de la política monetaria restrictiva, sin embargo, se mantienen las políticas fiscales expansivas para evitar una contracción severa.

Gráfica 1.2.6-a
Reino Unido: inflación general (% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.6-b
Reino Unido: índice de ventas al por menor (volumen)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

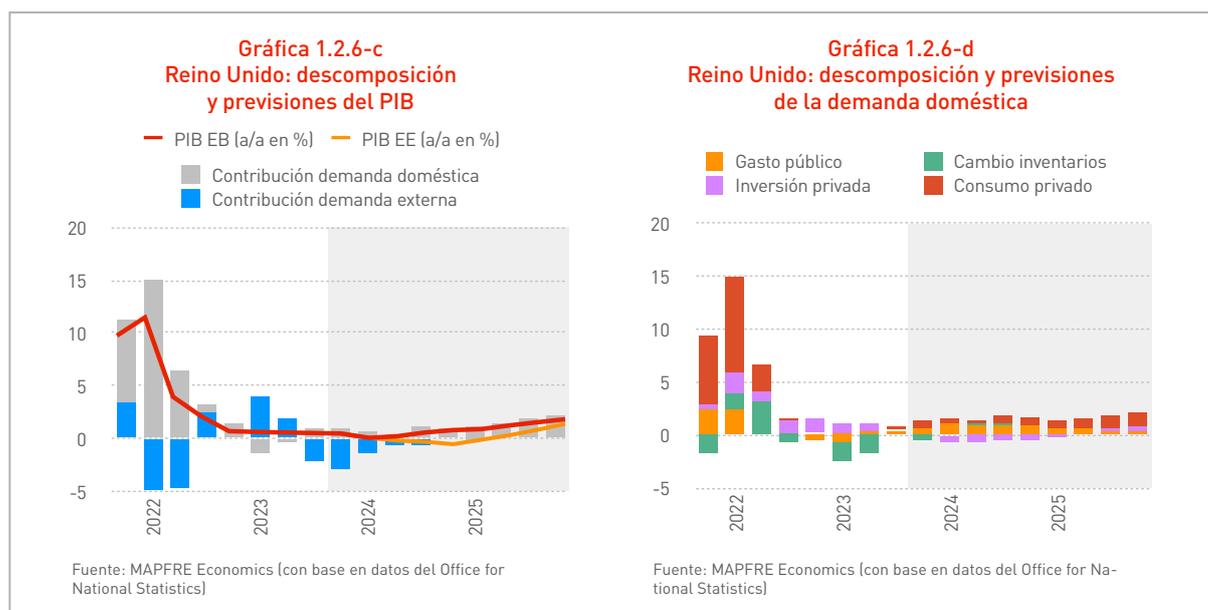


Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)	
PIB (% a/a)	1,6	-10,4	8,7	4,3	0,5	0,4	1,3	-0,3	0,5	
Contribución de la demanda doméstica	1,8	-11,4	8,5	5,7	0,2	0,9	1,4	-0,1	0,4	
Contribución de la demanda externa	-0,3	1,7	-0,4	-1,7	0,2	-0,7	-0,1	-0,6	0,1	
Contribución del consumo privado	0,7	-8,0	4,5	2,8	0,3	0,5	1,1	-0,1	0,3	
Contribución de la inversión total	0,4	-2,0	1,3	1,4	0,4	-0,6	0,1	-0,9	-0,3	
Contribución del gasto público	0,7	-1,5	2,9	0,5	0,1	0,9	0,4	0,9	0,4	
Consumo privado (% a/a)	1,1	-13,0	7,5	4,8	0,5	0,9	1,8	-0,2	0,1	
Gasto público (% a/a)	4,0	-7,9	14,9	2,3	0,6	4,3	2,1	4,3	2,1	
Inversión total (% a/a)	2,2	-10,8	7,4	8,0	2,3	-3,2	0,5	-4,6	-2,5	
Exportaciones (% a/a)	2,0	-11,5	4,9	9,0	-0,5	0,4	2,8	-0,1	1,4	
Importaciones (% a/a)	2,7	-16,0	6,1	14,6	-1,1	2,5	2,9	1,7	1,0	
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,8	5,2	4,0	3,7	4,3	4,5	4,2	4,8	5,1	
Inflación (% a/a, media)	1,8	0,9	2,6	9,1	7,4	3,2	2,1	3,5	1,9	
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	0,6	4,9	10,8	4,1	2,7	2,3	2,8	2,1	
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-13,0	-7,9	-4,6	-6,1	-3,9	-3,4	-4,1	-4,5	
Balance fiscal primario (% PIB)	0,0	-10,9	-5,0	0,3	-1,2	0,3	0,4	0,1	-0,5	
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-2,9	-0,5	-3,2	-2,8	-2,7	-2,7	-2,8	-2,2	
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,00	0,25	3,50	5,25	4,25	3,25	5,25	3,50	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,79	0,03	0,26	3,87	5,32	4,39	3,50	5,32	3,49	
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,83	0,20	0,97	3,67	3,54	3,59	3,37	4,32	3,97	
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,32	1,36	1,35	1,20	1,27	1,26	1,28	1,23	1,27	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,18	1,11	1,19	1,13	1,15	1,16	1,15	1,15	1,15	
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito familias (% a/a, media)	2,2	2,5	3,3	3,1	2,3	2,4	3,4	2,3	2,8	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,2	10,2	0,5	1,1	3,1	3,0	3,5	2,9	3,3	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,9	11,8	-1,5	10,9	1,1	3,8	3,8	3,9	4,1	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,5	16,8	12,5	8,4	9,2	9,0	8,4	9,1	9,9	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

1.2.7 Japón

La política monetaria seguirá acomodaticia para soportar la economía y evitar la deflación.

En el tercer trimestre de 2023, la economía japonesa creció un 1,5% a/a, aunque el consumo privado disminuyó en un -0,6%, las exportaciones aumentaron un 2,3%, y las importaciones cayeron un -4,7% debido a la depreciación del yen. La inversión también se contrajo, tanto en el ámbito residencial como no residencial. Sin embargo, la balanza por cuenta corriente fue positiva, mejorando un 2,9% del PIB. En términos de ventas al por menor, se observó cierto agotamiento con una disminución del -1,7% m/m, pero manteniéndose en un 4,1% a/a.

Los indicadores adelantados de actividad (PMIs) de diciembre mostraron cierta debilidad, con un compuesto de 50,0, manufacturero de 47,9 y servicios de 51,5 puntos. Aunque la confianza del consumidor se recuperó ligeramente, permanece en territorio negativo (-42,5). De esta forma, las proyecciones de crecimiento para la economía japonesa en 2023, 2024 y 2025 son del 2,0%, 0,9% y 1,0%, respectivamente (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-c y 1.2.7-d).

En cuanto a la inflación, esta se moderó al 2,7% en noviembre (2,4% en diciembre en Tokio), destacando una disminución en electricidad y

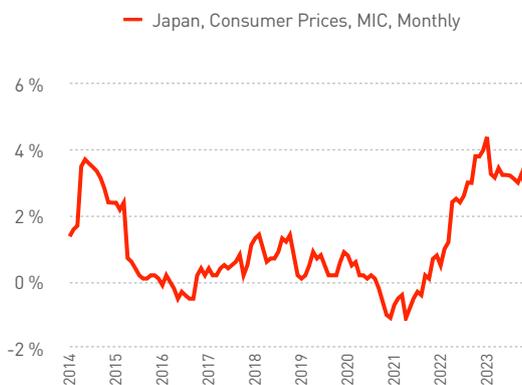
Japón

- El entorno exterior de cierta atonía influirá en las perspectivas macroeconómicas de Japón.
- La inflación sigue bajando, principalmente los precios al productor.
- El tipo de cambio mejora desde el “pivot” de tipos de interés en Estados Unidos.
- Se estima un crecimiento económico en Japón del 0,9% en 2024 y del 1,0% en 2025.

gas, pero con un aumento en los combustibles de automoción (3,5%). La inflación subyacente, por su parte, fue del 2,5%, con los precios al productor desacelerando al 0,3% a/a. No obstante, los precios alimentarios crecieron un 7,3%, ejerciendo presión sobre el consumidor. De acuerdo con estas tendencias, el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en -0,10% y continuará adquiriendo bonos para controlar la curva de tipos de interés y mantener el rendimiento del bono a 10 años cerca de cero. El compromiso es mantener estas políticas hasta que la estabilidad de precios esté próxima, para evitar la deflación y asegurar la estabilidad financiera.

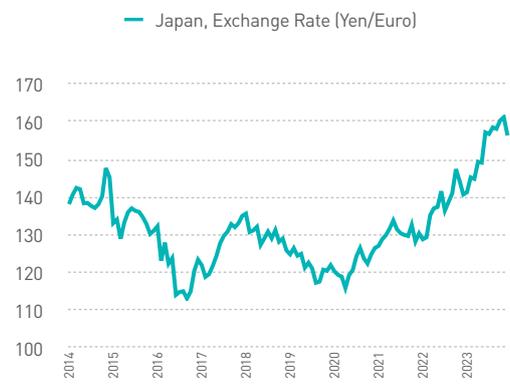
Al evaluar riesgos de corto plazo para la economía japonesa, se destaca la posibilidad de problemas con la deuda soberana y la posible ralentización en la economía de los Estados Unidos. Además, persiste la incertidumbre sobre si las economías emergentes exportadoras

Gráfica 1.2.7-a
Japón: inflación general (% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.7-b
Japón: tipo de cambio (JPY/EUR)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

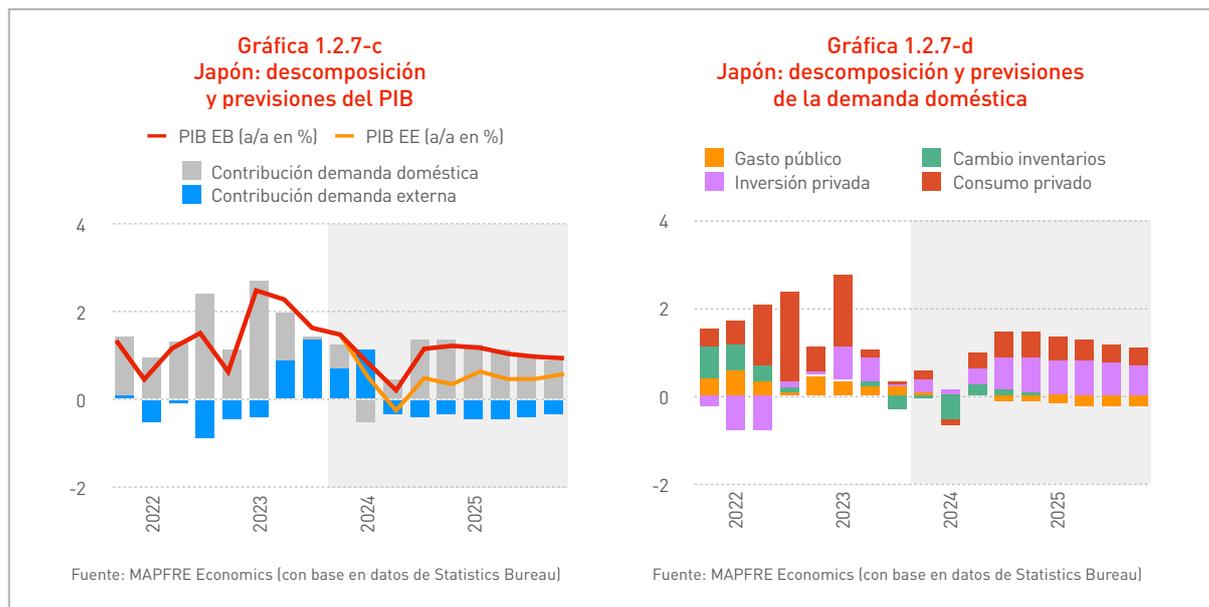


Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	-0,4	-4,2	2,6	0,9	2,0	0,9	1,0	0,3	0,5
Contribución de la demanda doméstica	0,1	-3,3	1,6	1,5	1,1	0,9	1,3	0,4	0,8
Contribución de la demanda externa	-0,5	-0,9	1,1	-0,5	0,7	0,0	-0,4	-0,1	-0,3
Contribución del consumo privado	-0,3	-2,4	0,4	1,1	0,5	0,4	0,5	0,3	0,6
Contribución de la inversión total	0,1	-0,9	0,0	-0,3	0,4	0,5	0,8	0,3	0,4
Contribución del gasto público	0,4	0,5	0,7	0,4	0,2	0,0	-0,2	0,0	-0,2
Consumo privado (% a/a)	-0,6	-4,5	0,8	2,1	0,9	0,7	0,9	0,5	0,6
Gasto público (% a/a)	1,9	2,4	3,4	1,7	0,9	-0,2	-0,9	-0,2	-0,9
Inversión total (% a/a)	0,5	-3,7	0,0	-1,4	1,7	2,0	3,1	1,3	1,8
Exportaciones (% a/a)	-1,5	-11,7	12,0	5,3	2,1	1,3	1,2	0,4	-0,5
Importaciones (% a/a)	1,1	-6,8	5,1	7,9	-1,3	1,3	3,3	0,8	2,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,3	3,0	2,7	2,5	2,6	2,4	2,3	2,5	2,6
Inflación (% a/a, media)	0,5	0,0	-0,2	2,5	3,2	2,2	1,7	2,6	1,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,5	-0,9	0,5	3,9	2,5	1,6	1,7	1,9	1,2
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-9,0	-6,2	-5,8	-5,1	-4,3	-3,2	-4,4	-3,6
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,4	2,9	3,9	1,8	3,4	3,0	2,6	2,9	2,8
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	0,08	0,07	0,06	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,02	0,04	0,09	0,45	0,65	0,72	0,66	1,28	1,19
Tipo de cambio vs USD (final período)	109,12	103,54	115,00	132,65	141,91	135,45	126,74	137,35	127,57
Tipo de cambio vs Euro (final período)	122,59	127,05	130,25	141,48	156,81	147,32	141,08	147,80	141,48
Crédito privado (% a/a, media)	1,9	5,2	3,2	2,8	3,6	0,6	-0,6	0,6	-1,3
Crédito familias (% a/a, media)	2,2	3,2	3,8	1,9	1,7	-0,3	0,0	-0,8	-1,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,6	7,9	3,5	2,8	2,1	-3,0	-1,1	-3,0	-1,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,9	17,1	7,3	7,5	3,4	-0,7	0,7	-0,6	1,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	3,3	11,4	7,7	5,4	2,5	2,3	2,2	2,3	2,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

de materias primas lograrán estabilidad en precios y crecimiento económico simultáneamente. La evolución en el exterior influirá en la economía japonesa, y existe incertidumbre en torno a las materias primas, con movimientos inciertos en ambos sentidos.

1.2.8 Turquía

La inflación sigue muy alta y la moneda sigue perdiendo valor.

La economía de Turquía experimentó un crecimiento robusto del 5,9% (sin ajuste estacional) en el tercer trimestre de 2023. Aunque el consumo sigue siendo fuerte, la tasa de crecimiento se está desacelerando, alcanzando un 11,2%. La inversión, por su parte, está aumentando, posiblemente debido al retorno a la ortodoxia en materia monetaria y el alza de tipos de interés, aunque por el momento siguen en terreno negativo en términos reales. Las exportaciones vuelven a crecer modestamente (1,0%), mientras que las importaciones siguen creciendo de forma sólida (14,5%), en línea con la fortaleza del consumo.

El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero de diciembre indica contracción, ubicándose en 47,4 puntos. Las ventas al por menor aún crecen anualmente en un 13,0% en términos reales, pero están disminuyendo mensualmente. Aunque la confianza del consumidor rebota a 77,4, sigue siendo baja contra

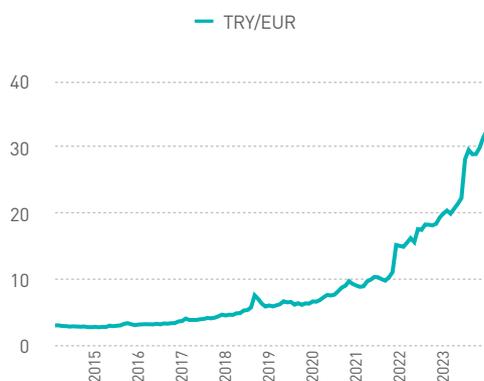
Turquía

- La inflación ha vuelto a acelerar y la moneda ha retomado su trayectoria de depreciación.
- El banco central subió los tipos de interés 34 puntos porcentuales en el año, situándolos en el 42,5%.
- Con todo, la economía mantiene fortaleza gracias al consumo, con tipos de interés reales negativos en 20 puntos porcentuales.
- Se prevé que la economía turca se incremente un 2,4% en 2024 y un 2,9% en 2025.

los registros históricos. Las ventas récord de automóviles podrían deberse a la preferencia del consumidor por invertir en bienes ante la inflación. Así, con los indicadores disponibles, se ha revisado al alza el crecimiento para 2023 al 4,0%, y se prevé que este se sitúe en torno al 2,4% para 2024 y al 2,9% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-c y 1.2.8-d).

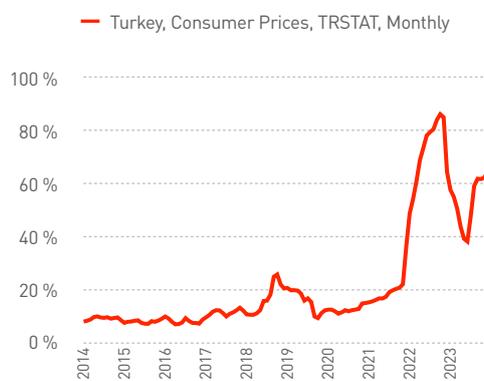
Sin embargo, la inflación sigue siendo preocupante, alcanzando el 64,8% en diciembre, con la inflación subyacente al 70,6%. Los alimentos, la salud, los servicios de transporte y los hoteles registran aumentos significativos. A pesar del aumento de los tipos de interés al 42,5%, la lira turca sigue depreciándose. En este contexto, en diciembre el Banco Central de Turquía elevó los tipos de interés (tasa Repo a 1 semana) en 250 puntos básicos, al 42,50%, retornando a una política más ortodoxa desde el 8,5% de mayo. Aunque

Gráfica 1.2.8-a
Turquía: tipo de cambio (TRY/EUR)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.8-b
Turquía: inflación general (% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

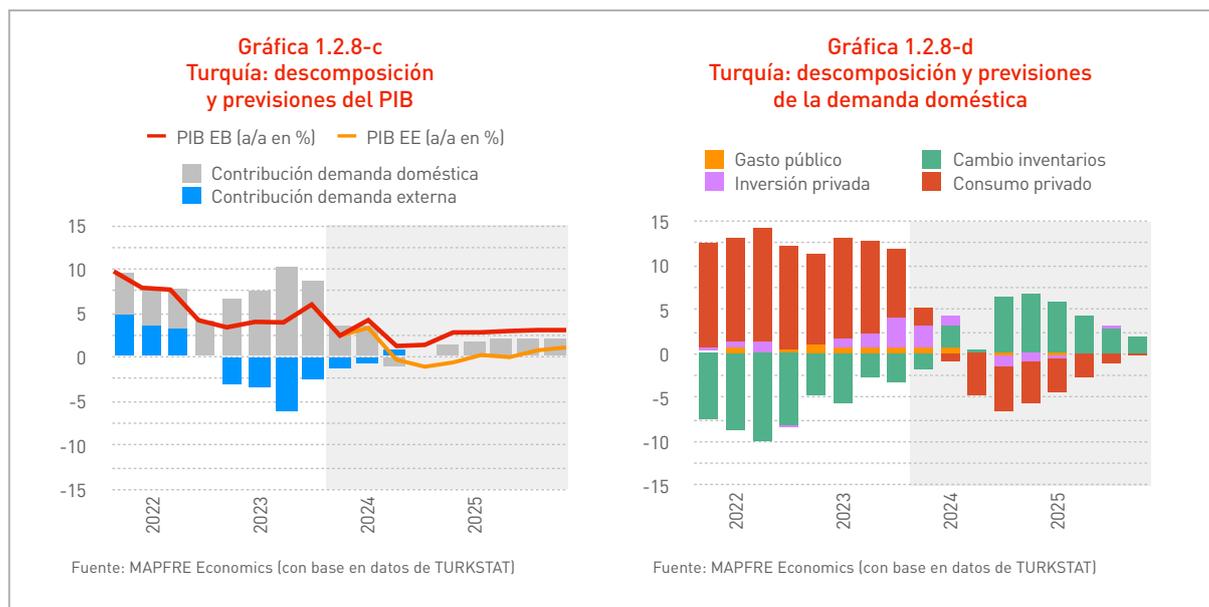


Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	0,8	1,9	11,4	5,5	4,0	2,4	2,9	0,3	0,5
Contribución de la demanda doméstica	-1,6	7,0	6,4	4,8	7,3	1,8	2,1	-0,4	-0,1
Contribución de la demanda externa	2,4	-5,2	5,0	0,7	-3,3	0,6	0,7	0,7	0,5
Contribución del consumo privado	0,9	1,9	9,2	11,7	7,7	-1,6	0,1	-2,4	-0,2
Contribución de la inversión total	-3,6	1,8	1,9	0,3	2,1	-0,2	0,0	-0,5	-1,1
Contribución del gasto público	0,5	0,3	0,4	0,6	0,7	0,1	0,0	0,1	0,0
Consumo privado (% a/a)	1,5	3,2	15,4	18,9	11,1	-5,5	-2,7	-7,3	-4,7
Gasto público (% a/a)	3,9	2,2	3,0	4,2	5,3	0,7	0,0	0,7	0,0
Inversión total (% a/a)	-12,5	7,3	7,2	1,3	8,7	-0,9	0,2	-5,9	-8,6
Exportaciones (% a/a)	5,3	-14,6	25,1	9,9	-2,2	1,2	2,6	0,9	0,9
Importaciones (% a/a)	-5,0	6,8	1,7	8,6	13,3	0,4	1,4	-2,3	-1,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	13,3	12,9	11,0	10,1	8,9	9,8	9,7	10,8	11,6
Inflación (% a/a, media)	15,2	12,3	19,6	72,3	53,4	51,7	24,4	53,6	21,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	10,3	13,5	25,8	77,4	62,7	39,0	18,3	40,3	15,4
Balance fiscal (% PIB)	-2,9	-3,5	-2,7	-0,9	-2,7	-3,7	-2,3	-3,9	-3,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,6	-0,8	-0,2	1,2	-0,1	-1,5	-0,9	-1,7	-1,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,4	-4,4	-0,9	-5,5	-4,3	-2,6	-2,5	-2,3	-1,3
Tipo de interés oficial (final período)	11,50	17,00	14,00	9,00	42,50	36,00	26,00	41,00	30,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	10,35	17,25	16,32	10,35	44,97	38,00	25,12	38,83	24,34
Tipo de interés a 10 años (final período)	11,95	12,51	22,99	9,50	23,65	22,11	17,21	23,29	18,39
Tipo de cambio vs USD (final período)	5,95	7,44	13,32	18,69	29,48	31,68	32,52	33,26	33,35
Tipo de cambio vs Euro (final período)	6,68	9,11	15,23	19,96	32,65	34,46	36,20	35,79	36,98
Crédito privado (% a/a, media)	8,4	30,1	23,9	54,8	57,0	22,6	11,8	22,4	8,8
Crédito familias (% a/a, media)	-2,4	32,1	16,2	25,9	48,0	9,2	9,4	9,1	9,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,5	29,0	23,2	56,3	55,6	182,5	17,4	171,5	7,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	18,3	21,1	31,6	105,5	75,0	49,1	24,3	47,0	19,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	30,4	20,9	22,7	10,6	21,7	25,8	21,2	26,1	22,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

los tipos reales de interés siguen negativos en 20 puntos porcentuales, este aumento no ha frenado el consumo, incluidas las ventas de automóviles. El banco se ha comprometido a seguir fortaleciendo la política monetaria para reducir la inflación, mientras busca aumentar los depósitos en libras a fin de mejorar la transmisión de la política monetaria. Además, continuará con medidas de restricción cuantitativa y selectiva del crédito; ello, con el objetivo de respaldar su enfoque en la política monetaria y garantizar la estabilidad económica a largo plazo. El déficit por cuenta corriente y las importaciones fuertes continúan afectando el tipo de cambio. Se necesita una política monetaria y posiblemente fiscal más restrictivas para frenar el consumo y avanzar en la moderación de la inflación, aunque esto podría conducir a una situación de estanflación.

1.2.9 México

Se anticipa una cierta desaceleración de la actividad económica en 2024 con control de la inflación.

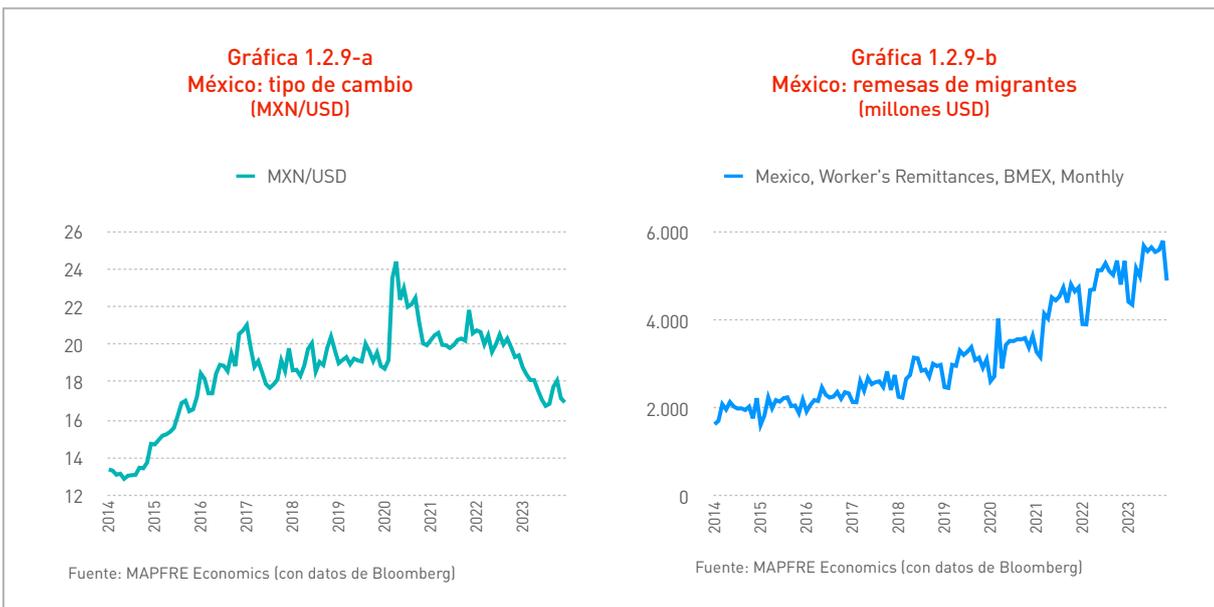
La economía mexicana creció un 3,3% en el tercer trimestre (1,1% t/t), superando expectativas. El consumo privado se mantiene robusto (4,3% a/a), gracias a salarios mejorados y a la alta participación laboral. Asimismo, la inversión aumentó significativamente, un 25,3%, impulsada por el gasto público, el proceso de "nearshoring" y los efectos colaterales del I.R.A estadounidense. De igual forma, las exporta-

México

- El consumo mantiene dinamismo gracias a la alta participación y al efecto de las revisiones salariales.
- La inversión se ha recuperado, impulsada por el gasto público y por la llegada de inversión extranjera por el fenómeno del "nearshoring".
- Los tipos de interés reales positivos fortalecen el tipo de cambio.
- Se anticipa que la economía seguirá creciendo, aunque a ritmos menores que en 2023, con crecimientos del 2,0% y 2,1% en 2024 y 2025.

ciones están en máximos absolutos. La producción industrial crece cerca del 5,5%, destacando construcción (27,7%) y fabricación automotriz (12,3%). Las ventas al por menor suben 2,7% en octubre, y la confianza del consumidor alcanza máximos de 4 años. El índice de gestores de compras manufacturero (PMI) de diciembre se situó en 52,0 puntos, en territorio de expansión. La producción de automóviles sigue con una tendencia de recuperación. Con estos datos, se prevé un crecimiento del PIB del 3,3% en 2023, y del 2,0% en 2024 y 2,1% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-c y 1.2.9-d).

Por lo que se refiere a la inflación, se ha observado un ligero repunte en las últimas mediciones, registrando 4,7% en diciembre (0,7% m/m). Sin embargo, la inflación subyacente baja, situándose en 5,3%. Se espera una



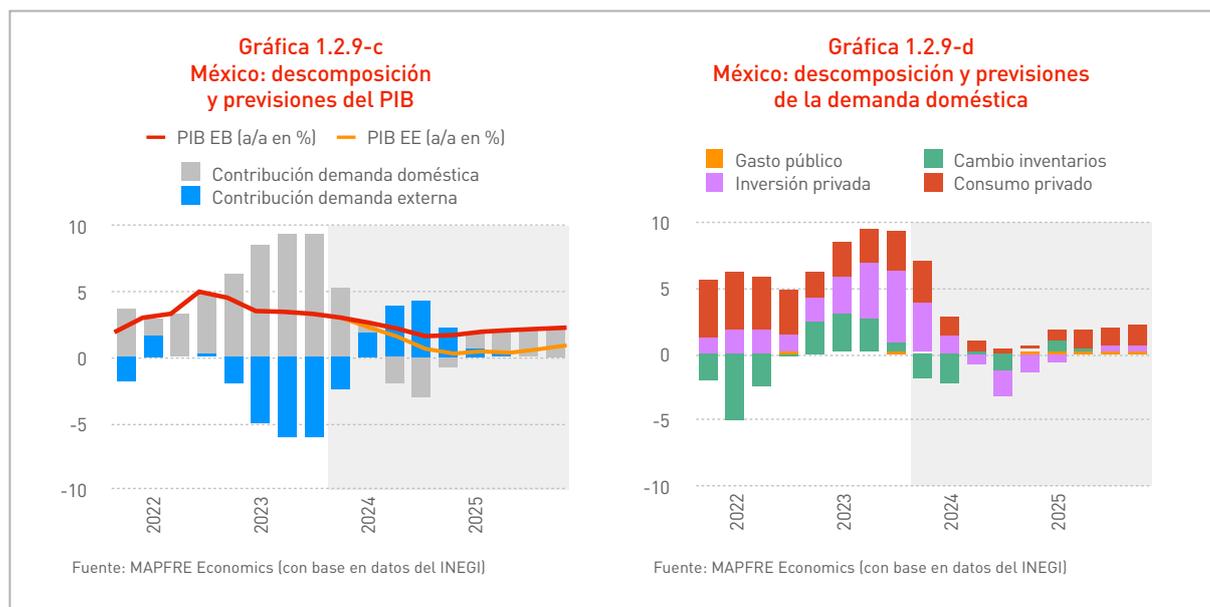


Tabla 1.2.9 México: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	-0,2	-8,8	6,0	3,9	3,3	2,0	2,1	1,2	0,6
Contribución de la demanda doméstica	-1,2	-11,0	9,0	3,9	8,1	-1,2	1,8	-2,3	-0,1
Contribución de la demanda externa	0,9	2,1	-3,1	0,0	-4,8	3,1	0,3	3,5	0,7
Contribución del consumo privado	0,8	-7,4	5,5	3,6	2,9	0,7	1,3	0,2	0,6
Contribución de la inversión total	-1,0	-3,8	1,9	1,6	4,0	-0,8	0,0	-1,3	-0,9
Contribución del gasto público	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,2	-10,8	8,2	5,2	4,1	1,0	1,9	0,3	0,8
Gasto público (% a/a)	-1,8	-0,7	-0,5	1,1	1,6	1,0	2,1	1,0	2,1
Inversión total (% a/a)	-4,4	-17,4	9,7	7,7	18,8	-3,1	0,2	-5,1	-3,7
Exportaciones (% a/a)	1,3	-7,2	7,4	8,8	-5,5	7,3	5,3	6,4	3,3
Importaciones (% a/a)	-1,0	-12,3	15,4	8,3	5,5	-0,7	4,2	-2,2	1,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,4	4,5	3,7	3,0	3,1	3,8	3,9	4,1	4,7
Inflación (% a/a, media)	3,6	3,4	5,7	7,9	5,6	4,2	3,5	4,6	3,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	3,5	7,0	8,0	4,5	3,9	3,7	4,2	3,1
Balance fiscal (% PIB)	-1,6	-2,7	-2,9	-3,2	-3,6	-4,6	-2,7	-4,7	-3,0
Balance fiscal primario (% PIB)	1,1	0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-1,2	0,7	-1,4	0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,4	2,0	-0,6	-1,2	-0,7	-0,4	-0,7	-0,2	0,0
Tipo de interés oficial (final período)	7,25	4,25	5,50	10,50	11,25	9,25	7,25	10,00	7,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,45	4,47	5,86	10,97	11,48	8,25	6,25	8,41	5,40
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,84	5,23	7,57	9,02	8,99	7,99	7,33	8,48	7,90
Tipo de cambio vs USD (final período)	18,93	19,88	20,50	19,49	16,97	18,71	19,87	19,18	20,13
Tipo de cambio vs Euro (final período)	21,26	24,40	23,22	20,79	18,75	20,35	22,12	20,64	22,33
Crédito privado (% a/a, media)	8,9	5,1	-1,3	7,5	7,8	6,5	5,1	5,9	3,4
Crédito familias (% a/a, media)	6,2	1,6	4,4	9,2	9,2	4,3	8,0	4,1	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)	6,2	3,7	18,3	8,7	2,2	16,6	11,5	16,1	9,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	11,4	17,2	18,6	18,9	22,9	21,4	21,0	21,6	21,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
 Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

continua moderación, aunque los riesgos al alza incluyen la fortaleza del consumo y tensiones en cadenas de producción. En diciembre, el Banco de México mantuvo la tasa de referencia en 11,25%, considerando necesario mantenerla para lograr la convergencia de la inflación a los objetivos del banco central en esa materia. Con tipos de interés reales altos (en torno al 7%), el peso se ha revalorizado situándose en la actualidad en el entorno de 17 pesos por USD.

El riesgo principal de corto plazo para la economía mexicana es una recesión en Estados Unidos (su principal socio comercial) durante 2024, lo que afectaría a la producción, exportaciones y remesas. No obstante, perspectivas positivas incluyen una inversión elevada por efecto del proceso de "nearshoring", un cambio de ciclo en política monetaria, una confianza en alza y la fortaleza del peso favoreciendo el proceso de desinflación. Las elecciones presidenciales de junio serán un factor que podría redefinir las perspectivas y expectativas de la economía mexicana en el medio plazo.

1.2.10 Brasil

Economía en desaceleración en 2024, aunque favorecida por la relajación de la política monetaria.

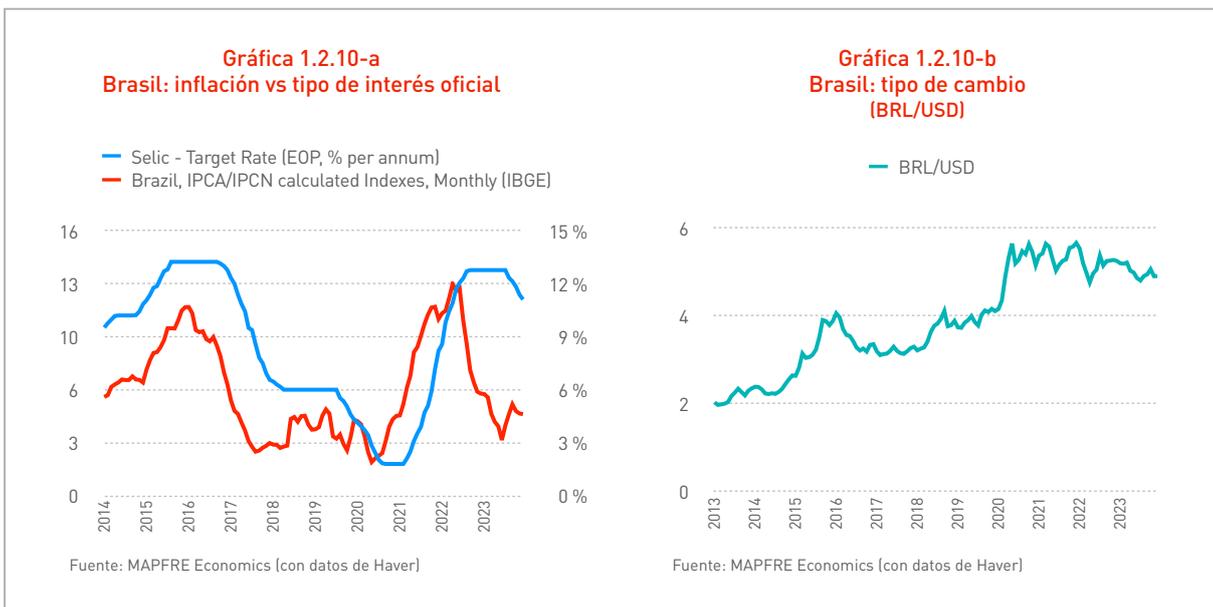
La economía brasileña creció un 2,0% en el segundo trimestre de 2023 (0,1% t/t), desacelerando significativamente respecto al primer semestre. En general, durante 2023, la

Brasil

- **Brasil se encuentra ya en un ciclo de relajación de tipos de interés, pero estos se mantienen aún en niveles restrictivos.**
- **La desaceleración de la actividad económica de 2024 comenzará a notarse en el consumo y en las exportaciones.**
- **En diciembre, se ha aprobado una reforma fiscal que fortalecerá la situación de las finanzas públicas.**
- **Se estima que el PIB brasileño crezca un 1,6% en 2024 y un 2,4% en 2025.**

economía se ha comportado mejor de lo previsto hace un año. El consumo privado creció un 3,3%, aunque la inversión cayó un -6,8% interanual debido al efecto de los altos tipos de interés. Las exportaciones, por su parte, registraron un sólido crecimiento del 10,0%.

La producción industrial creció 1,2%, con disparidades entre sectores, y la inversión se ha visto limitada por condiciones financieras ajustadas, aunque se espera una mejora gradual en 2024 con las bajadas de tipos. En septiembre, la confianza del consumidor alcanzó máximos de cuatro años y se ha moderado recientemente. Los PMIs de diciembre bajaron, con el compuesto en 50,0 puntos, el de servicios en 50,5 y el manufacturero en 48,4. De esta forma, se proyecta un crecimiento del PIB del 3,1% en 2023, con una desaceleración hacia el 1,6% en



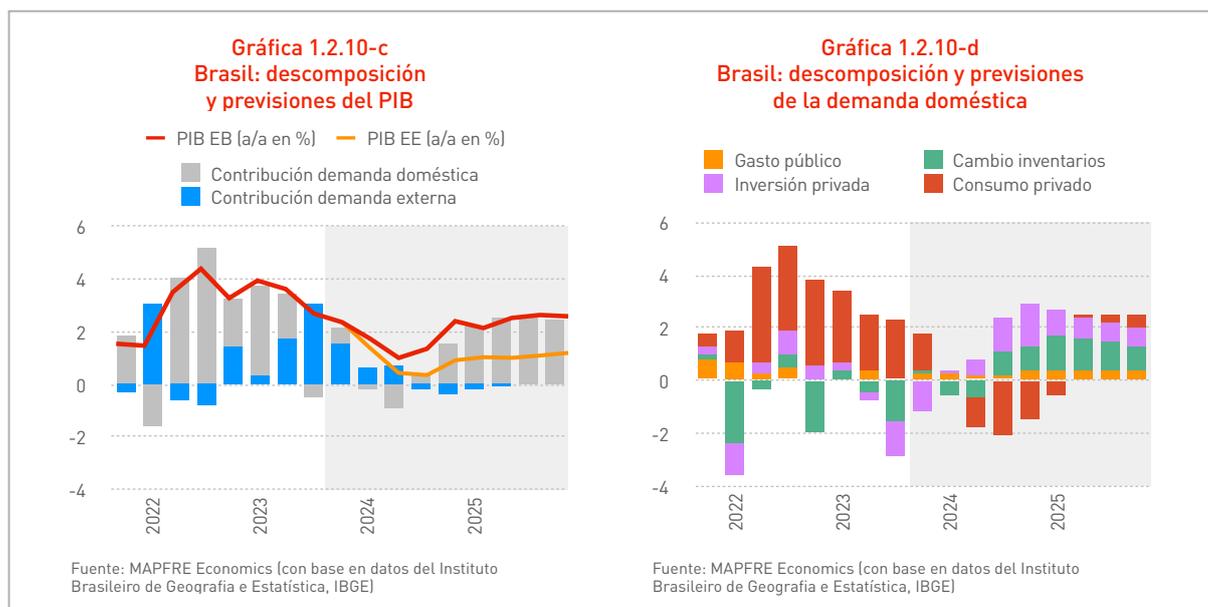


Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
PIB (% a/a)	1,2	-3,6	5,1	3,1	3,1	1,6	2,4	0,7	1,1
Contribución de la demanda doméstica	1,8	-4,9	6,7	2,3	1,3	0,8	2,4	-0,3	0,8
Contribución de la demanda externa	-0,6	1,3	-1,6	0,8	1,8	0,8	-0,1	1,0	0,3
Contribución del consumo privado	1,8	-3,4	2,3	2,8	2,1	-0,3	0,1	-1,0	-0,3
Contribución de la inversión total	0,7	-0,3	2,3	0,2	-0,6	0,9	0,8	0,4	-0,2
Contribución del gasto público	-0,1	-0,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4
Consumo privado (% a/a)	2,6	-4,9	3,3	4,1	3,1	-1,7	0,2	-2,5	-1,4
Gasto público (% a/a)	-0,5	-3,7	4,2	2,1	1,3	1,7	2,4	1,7	2,4
Inversión total (% a/a)	4,0	-1,7	13,0	1,0	-3,4	5,2	4,4	2,5	-0,9
Exportaciones (% a/a)	-2,5	-2,7	4,9	6,2	8,6	-2,6	-0,1	-3,2	-1,7
Importaciones (% a/a)	1,3	-9,4	13,8	0,7	-1,8	-3,7	0,4	-5,5	-1,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,1	14,2	11,1	7,9	8,1	8,3	8,4	8,7	9,3
Inflación (% a/a, media)	3,7	3,2	8,3	9,3	4,6	4,0	3,7	4,4	3,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,4	4,3	10,5	6,1	4,7	4,0	3,7	4,2	3,1
Balance fiscal (% PIB)	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-8,7	-8,5	-7,5	-8,8	-8,7
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,8	-9,2	0,7	1,2	-1,7	-0,9	-0,6	-1,0	-1,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,6	-1,9	-2,8	-2,7	-1,1	-1,6	-2,2	-1,6	-2,1
Tipo de interés oficial (final período)	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	9,50	8,50	10,25	8,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4,40	1,90	9,15	13,65	11,65	8,90	8,90	9,81	8,65
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,81	6,98	10,31	12,76	10,35	10,03	9,37	11,03	10,51
Tipo de cambio vs USD (final período)	4,03	5,20	5,58	5,22	4,84	5,12	5,20	5,37	5,33
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,53	6,38	6,32	5,56	5,35	5,57	5,79	5,77	5,92
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	10,8	10,1	17,7	20,3	12,4	9,8	9,6	9,7	9,0
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)	15,8	19,1	21,9	20,1	19,7	22,6	23,2	22,9	24,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

2024 y el 2,4% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-c y 1.2.10-d).

Por otra parte, la inflación descendió a 4,7% en noviembre. La alimentación sube menos (0,6% a/a), pero persisten tensiones en transporte (6,9%) y salud (7,9%), mientras que los combustibles suben (7,9%) por efecto de la gasolina que aumenta un 11%. En su reunión de diciembre, el Banco Central de Brasil recortó los tipos SELIC en 50 puntos básicos, hasta el 11,75%. El banco destaca riesgos en ambas direcciones para la inflación. Los riesgos al alza incluyen la persistencia de presiones inflacionistas globales y resistencia inflacionaria en servicios, en tanto que los riesgos a la baja contemplan una ralentización económica mundial más pronunciada y un impacto más fuerte de lo esperado del endurecimiento monetario global sobre la desinflación.

En el corto plazo, persisten riesgos de mayores déficits fiscales por la inclinación del gobierno a ampliar el gasto social. A nivel de crecimiento, se anticipa una desaceleración, especialmente en las exportaciones, por los efectos rezagados del endurecimiento monetario global, aunque Brasil ya esté en un ciclo de relajación monetaria. A finales de 2023, la Cámara de Diputados aprobó una extensa reforma fiscal que impactará positivamente en las cuentas públicas, aunque presenta incertidumbres sobre la actividad económica.

1.2.11 Argentina

La prioridad y reto del nuevo gobierno es la estabilización financiera, fiscal y cambiaria.

La economía argentina tuvo un tercer trimestre difícil, con una contracción del -0,8% en comparación con el año anterior y un crecimiento del 2,7% trimestral. El consumo privado aumentó ligeramente en un 0,3%, pero las exportaciones disminuyeron un -5,0%, mientras las importaciones subieron un 2,8%. La sequía afectó la producción agrícola, y aunque la industria y la producción de automóviles mostraron cierta estabilidad, las ventas minoristas comenzaron a debilitarse.

En este contexto, se han ajustado las previsiones de crecimiento del PIB argentino para 2023, a una contracción del -2,0%. Para 2024, se anticipa que las medidas de austeridad del plan de estabilización del nuevo gobierno llevarán a una nueva disminución del crecimiento del PIB en el entorno del -1,8%, tendencia que revertiría en 2025, con un crecimiento del 0,9% (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b). La prioridad del gobierno es estabilizar la inflación y la moneda, lo cual requerirá equilibrar las cuentas públicas y dejar de monetizar la financiación gubernamental. Sin embargo, este camino presenta desafíos, ya que gran parte del gasto está destinado a pensiones y ayudas, y se necesitarán mayorías parlamentarias para las reformas.

La inflación sigue aumentando, alcanzando un 211,4% en diciembre, con la subyacente en 229,4%. La masa monetaria (M2) crece rápidamente, lo que agrava la inflación y la depreciación de la moneda. El gobierno decretó una devaluación del 54,2%, llevando el tipo de cambio oficial de 366,5 a 800,0 ARS/USD. A pesar de esto, la moneda sigue perdiendo valor, terminando el año cerca de los 808,0 ARS/USD. Respecto a los tipos de interés, la tasa LELIQ (letras de liquidez del banco central) a 28 días se situaba en 100%, desde mediados de diciembre, bajando de los 133% que estuvo en los dos meses previos, mientras que la tasa BADLAR (tasa para depósitos superiores a 1 millón de pesos en bancos privados) se situaba a final de diciembre cerca de los 109%.

El gobierno encabezado por el presidente J. Milei busca cambiar el modelo de fuerte intervención pública. Para ello, ha planteado avan-

Argentina

- El ajuste fiscal planteado generará una fuerte austeridad en el corto plazo.
- El gobierno ha decretado una devaluación oficial de la moneda del 50%.
- La inflación en Argentina alcanzó el 211% en diciembre y todavía con tendencia al alza.
- En 2024, la economía se resentirá por el ajuste macroeconómico, con un decrecimiento del -1,8%; para 2025, la actividad podría iniciar una senda de recuperación, con un PIB que se incrementaría el 0,9%.

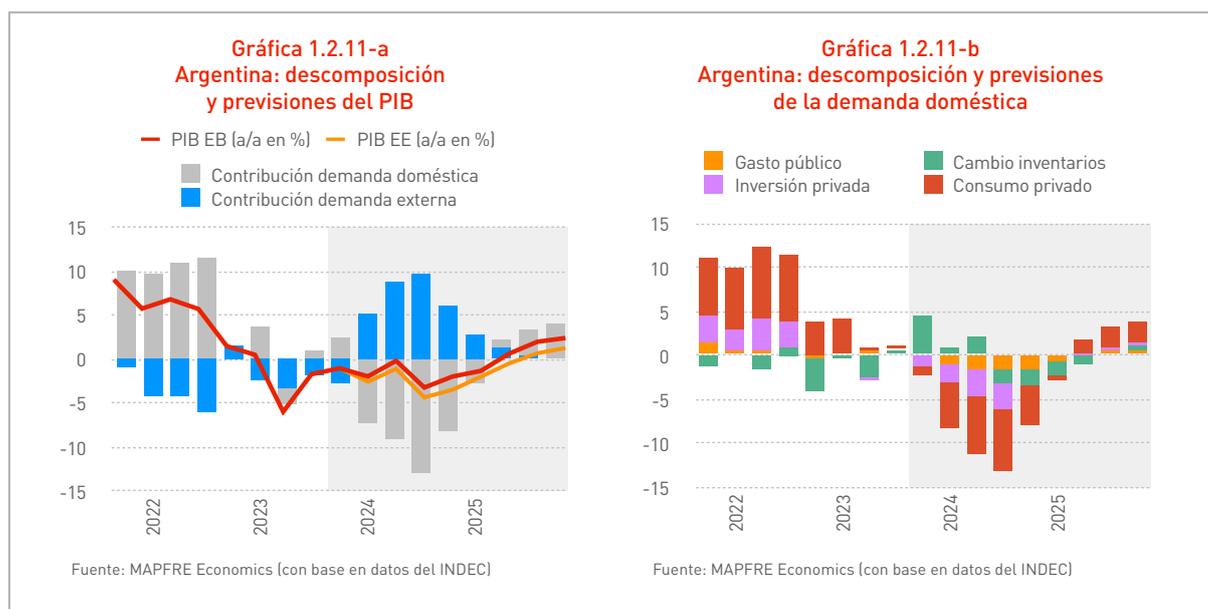
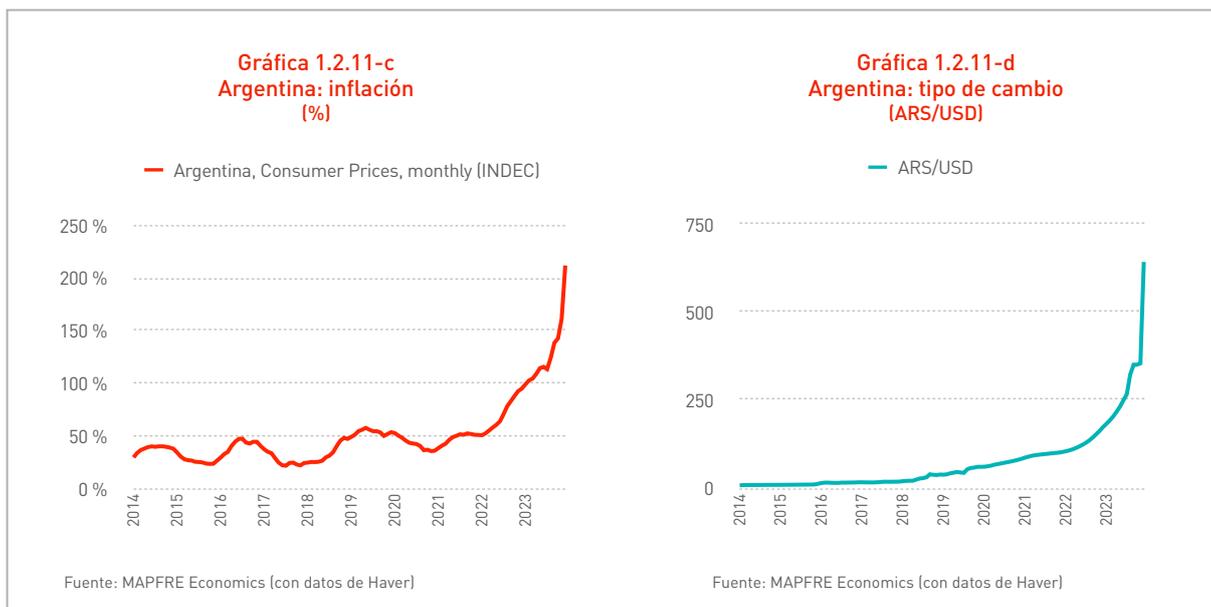


Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	-2,0	-9,9	10,7	5,0	-2,0	-1,8	0,9	-2,8	-0,1
Contribución de la demanda doméstica	-9,5	-10,0	13,4	8,1	0,4	-9,3	0,1	-10,7	-1,1
Contribución de la demanda externa	7,5	0,1	-2,7	-3,1	-2,4	7,5	0,7	7,8	1,3
Contribución del consumo privado	-4,6	-8,7	7,2	6,7	0,8	-5,8	0,4	-6,7	0,6
Contribución de la inversión total	-3,2	-2,2	5,6	2,2	-0,4	-2,1	0,3	-2,6	-0,7
Contribución del gasto público	-0,9	-0,3	0,9	0,3	0,3	-1,5	0,1	-1,5	0,1
Consumo privado (% a/a)	-6,1	-12,2	10,4	9,7	1,2	-7,8	2,0	-9,0	0,4
Gasto público (% a/a)	-6,4	-2,0	6,3	1,9	2,4	-10,8	1,1	-10,8	1,1
Inversión total (% a/a)	-16,0	-13,1	33,8	11,1	-1,7	-10,0	1,5	-12,2	-3,9
Exportaciones (% a/a)	9,8	-17,4	8,5	5,8	-6,7	11,7	2,3	11,2	0,5
Importaciones (% a/a)	-18,7	-17,2	20,4	17,9	3,8	-18,2	-2,6	-19,7	-5,1
Tasa de paro (% último trimestre)	8,9	11,0	7,0	6,3	7,6	7,5	6,9	7,9	7,8
Inflación (% a/a, media)	53,5	42,0	48,4	72,4	127,9	248,0	115,0	342,4	169,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	52,2	36,4	51,4	91,8	171,1	208,4	71,5	305,4	124,9
Balance fiscal (% PIB)	-3,8	-8,4	-3,6	-3,8	-3,9	-0,3	-0,5	-0,5	-1,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,4	-6,4	-2,1	-2,0	-2,3	0,1	-0,3	-0,1	-0,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,8	0,7	1,4	-0,7	-3,2	1,2	1,8	1,4	2,2
Tipo de interés oficial (final período)	55,00	38,00	38,00	75,00	133,00	85,00	65,00	120,00	90,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	45,13	29,55	31,49	67,61	98,00	98,00	90,50	98,46	89,34
Tipo de interés a 10 años (final período)	30,24	21,68	25,52	34,40	22,90	22,49	21,38	23,43	22,57
Tipo de cambio vs USD (final período)	59,89	84,15	102,72	177,15	808,45	2085,17	2871,58	2228,78	2972,51
Tipo de cambio vs Euro (final período)	67,28	103,26	116,34	188,95	893,34	2267,81	3196,51	2398,71	3296,94
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)	15,3	22,9	34,6	60,4	82,4	74,8	174,1	74,0	172,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INDEC)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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



zar en equilibrar las cuentas públicas, llevar a cabo privatizaciones, reducir la deuda y dejar de monetizar la financiación gubernamental. Este proceso, que también incluye controlar la masa monetaria y la inflación, será difícil y requerirá el apoyo de la población, diversos sectores económicos y sindicatos.

1.2.12 China

La actividad económica en el sector la construcción está a la baja, los precios en deflación y la economía se encuentra desacelerando.

La economía china creció un 4,9% en el tercer trimestre de 2023, mejor de lo esperado, con el consumo privado elevándose un 5,8%, y las exportaciones un 3,4% a/a, todo ello mientras el crecimiento de la inversión se modera (2,1%). Los problemas en el sector inmobiliario se están manifestando especialmente en los últimos dos años, con un decrecimiento en la inversión inmobiliaria. Los datos de noviembre indican una contracción del -9,4% en la inversión inmobiliaria total: -9,0% en el residencial, -10,0% en oficinas, -17,0% en espacios comerciales. El inicio de construcciones nuevas baja más del -20,0% y la financiación al promotor lo hace un -13,4%. Así, el índice del clima en el sector inmobiliario lleva 3 años cayendo y se sitúa en 93,4 puntos.

Los índices de gestores de compras (PMIs) están solo marginalmente en positivo, con el

compuesto en 52,6, y el de servicios en 52,9 y el manufacturero en 50,8 puntos. Las ventas al por menor se están enfriando, al estancarse en los últimos 3 meses, aunque a nivel interanual aún muestran crecimientos por un efecto base (10,1%). La confianza del consumidor está estable, pero en niveles deprimidos (87,9) con respecto a 2019-2020. El dato adelantado de crecimiento del PIB del cuarto trimestre muestra un 2023 que habría cerrado con un crecimiento hasta el 5,2%. Hacia adelante, se prevé que en 2024 la economía china crezca un 4,4% y un 4,0% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b). Se trata de una desaceleración que tiene motivos tanto internos (consumo e inversión inmobiliaria) como externos (exportaciones).

A nivel precios, China está en deflación, con caídas de precios intermensuales desde octubre, con un registro interanual de -0,3% en

China

- El sector de la construcción pierde dinamismo y los precios inmobiliarios también, aunque de forma suave.
- Los precios en caída son causa, y a la vez consecuencia, del deterioro de las expectativas.
- Se esperan estímulos monetarios y fiscales para dar soporte a la actividad económica que está perdiendo dinamismo.
- La previsión es que la economía de China crezca un 4,4% en 2024 y un 4,0% en 2025.

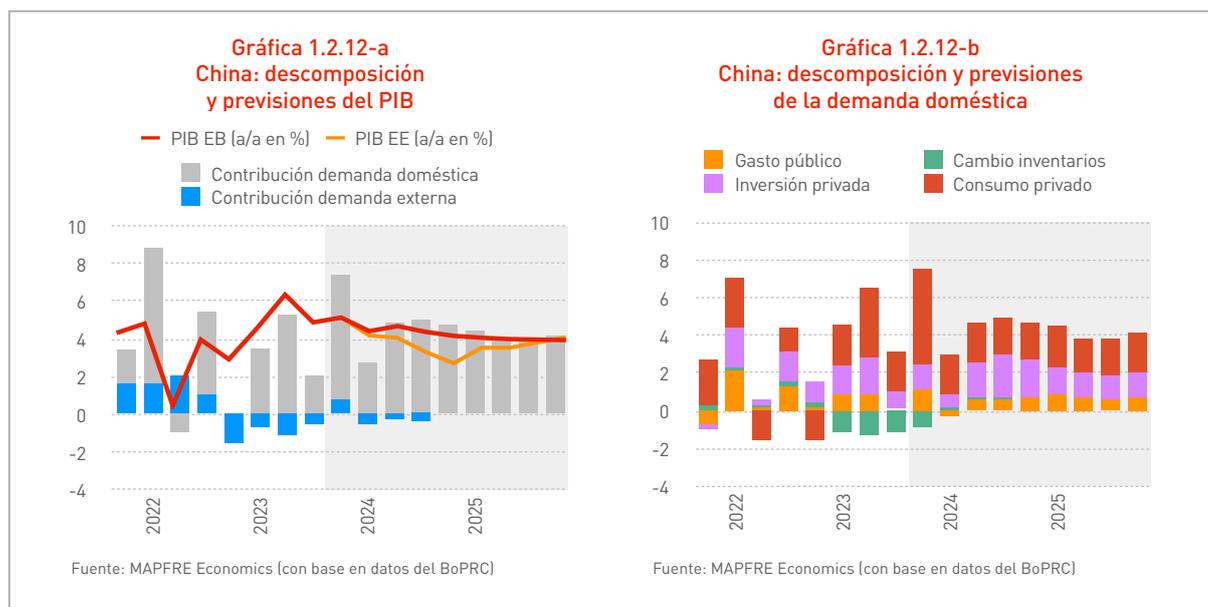
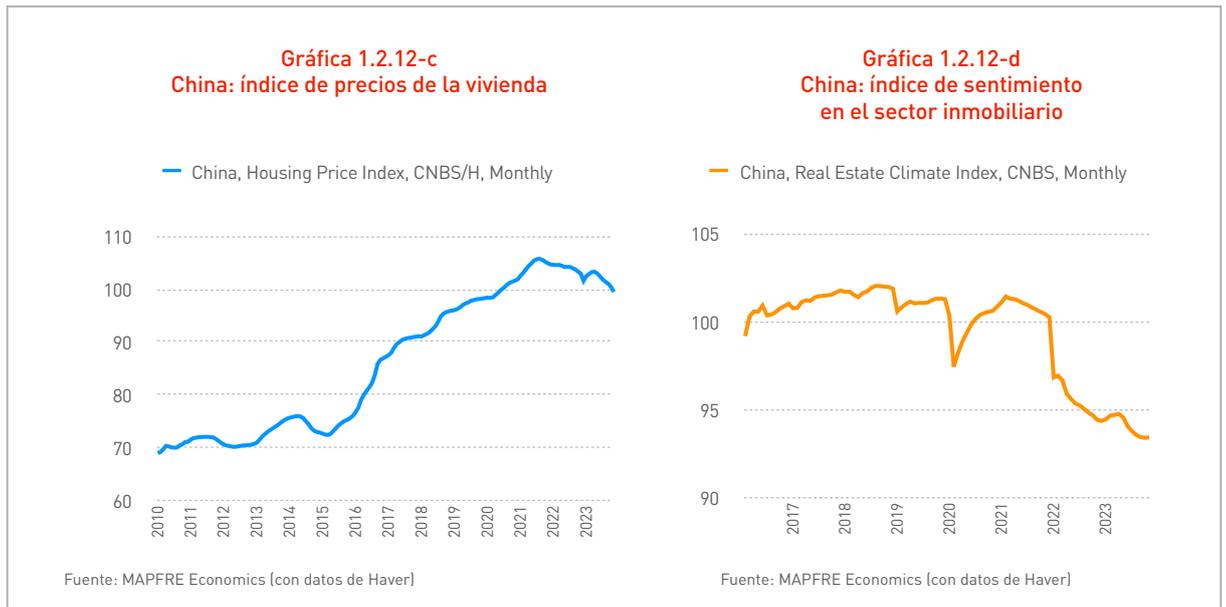


Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	6,0	2,2	8,5	3,0	5,2	4,4	4,0	3,5	3,7
Contribución de la demanda doméstica	5,3	1,6	6,6	2,5	4,4	4,4	4,0	3,4	3,3
Contribución de la demanda externa	0,6	0,7	2,3	0,7	-0,3	-0,3	0,0	-0,2	0,4
Contribución del consumo privado	2,5	-1,0	4,6	0,1	3,4	2,1	2,0	1,8	2,1
Contribución de la inversión total	2,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,7	1,3	1,0	0,4
Contribución del gasto público	1,1	0,8	0,3	0,9	0,8	0,4	0,7	0,4	0,7
Consumo privado (% a/a)	6,3	-2,4	12,1	0,3	8,7	5,2	5,1	4,5	4,3
Gasto público (% a/a)	6,6	4,6	1,6	5,7	4,6	2,5	4,2	2,5	4,2
Inversión total (% a/a)	5,1	3,1	3,2	3,2	3,4	4,2	3,3	2,4	1,0
Exportaciones (% a/a)	2,3	1,8	19,1	-0,5	2,8	1,9	4,4	1,0	2,5
Importaciones (% a/a)	-0,7	-2,0	7,9	-5,0	5,7	4,3	5,4	2,9	3,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,1	3,5	3,3	3,0	3,4	3,4	3,4	3,8	4,0
Inflación (% a/a, media)	2,9	2,5	0,9	2,0	0,2	1,1	1,6	1,6	1,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,3	0,1	1,8	1,8	-0,2	1,3	2,0	1,8	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-5,6	-7,6	-5,1	-7,4	-7,8	-7,9	-7,0	-8,1	-7,8
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,2	-3,7	-1,5	-3,7	-3,9	-3,9	-3,1	-4,2	-3,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,7	1,7	2,0	2,2	1,8	1,6	1,8	1,7	2,1
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	3,00	3,00	2,75	2,50	2,40	2,50	2,50	2,40
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,02	2,76	2,50	2,42	2,53	1,92	2,12	1,92	2,04
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,14	3,14	2,78	2,84	2,56	2,55	2,74	3,25	3,15
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,99	6,52	6,35	6,90	7,10	7,01	6,58	7,14	6,64
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,85	8,00	7,19	7,36	7,84	7,63	7,32	7,68	7,37
Crédito privado (% a/a, media)	13,1	13,1	12,3	11,1	11,5	8,6	7,9	7,0	7,4
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)	29,0	32,9	31,1	31,8	29,1	29,9	30,4	30,0	31,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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



diciembre. La alimentación cae un -3,7% y el transporte un -2,2%. Los precios al productor (PPI) se reducen un -2,7% en diciembre, y están en negativo desde octubre de 2022. En el ámbito de política monetaria, el banco central no ha vuelto a tocar el ratio requerido de reservas a los bancos desde septiembre, cuando lo bajó en 25 puntos básicos, hasta 10,50%. Con la economía en deflación y en presencia de problemas tanto en el sector inmobiliario como en lo relativo al endeudamiento de las regiones, es muy probable que el banco central dé soporte mediante una política acomodaticia. El tipo de interés de depósito se sitúa en 1,50%, en tanto que el tipo de interés repo inverso a 7 días (*reverse repo rate*) se sitúa en 1,77%.

Por lo que se refiere a los riesgos de corto plazo para la economía china, persiste el problema del sector inmobiliario, con las operaciones claramente en caída tanto en volumen de nueva construcción como en precios, aunque por ahora son caídas suaves. A nivel de precios, se tiene el fenómeno de la deflación, que puede ser indicativo de un ulterior deterioro de las perspectivas para el consumo interno. Con el sector financiero, inmobiliario y las finanzas regionales en situación delicada, el gobierno va a intentar que al menos sus exportaciones sean un factor de crecimiento, pero el contexto exterior sigue siendo difícil. A nivel de tensiones geopolíticas con Estados Unidos, después de la reunión de alto nivel entre los presidentes Xi Jinping y J. Biden, las tensiones están más calmadas, aunque esto puede ser una tranquilidad solo de

medio plazo, ya que China ha vuelto a reafirmar su intención de reintegrar Taiwán. Además, las economías de China y Estados Unidos están fuertemente interconectadas y buscar una reducción de relaciones comerciales entre ellas es un tema para el largo plazo.

1.2.13 Indonesia

La inflación prácticamente se ha normalizado, aunque a costa de una ligera pérdida de dinamismo de la economía.

La economía indonesia creció un 4,9% en el tercer trimestre de 2023, con el consumo de los hogares creciendo un 5,1%, la inversión un 5,8%, mientras el gasto público se contrajo un -3,8%. Las exportaciones disminuyeron un -4,3% y las importaciones lo hicieron un -6,2%. El PMI manufacturero de noviembre se

Indonesia

- La inflación en Indonesia tocó fondo, situándose en el 2,3%, aunque podría sufrir un ligero repunte en 2024.
- El “pivot” de los tipos de interés en Estados Unidos ha sido un alivio para los países con deuda externa en dólares, como es el caso de Indonesia.
- La economía indonesia se desacelerará en 2024, hasta el 4,8%, con la expectativa de cierta recuperación en 2025.

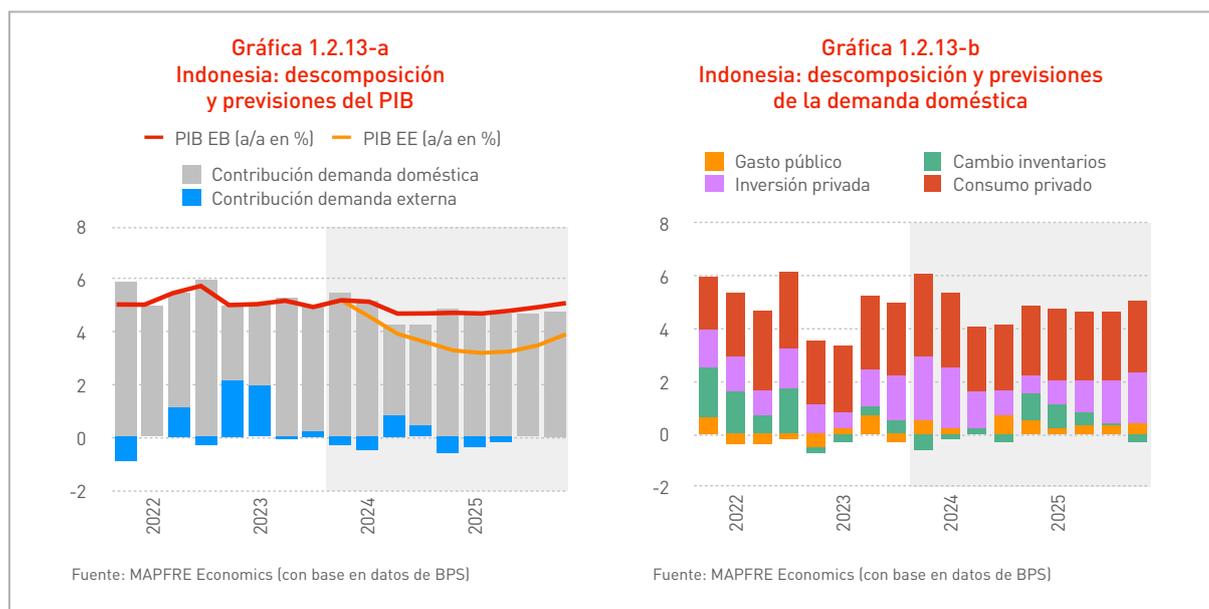
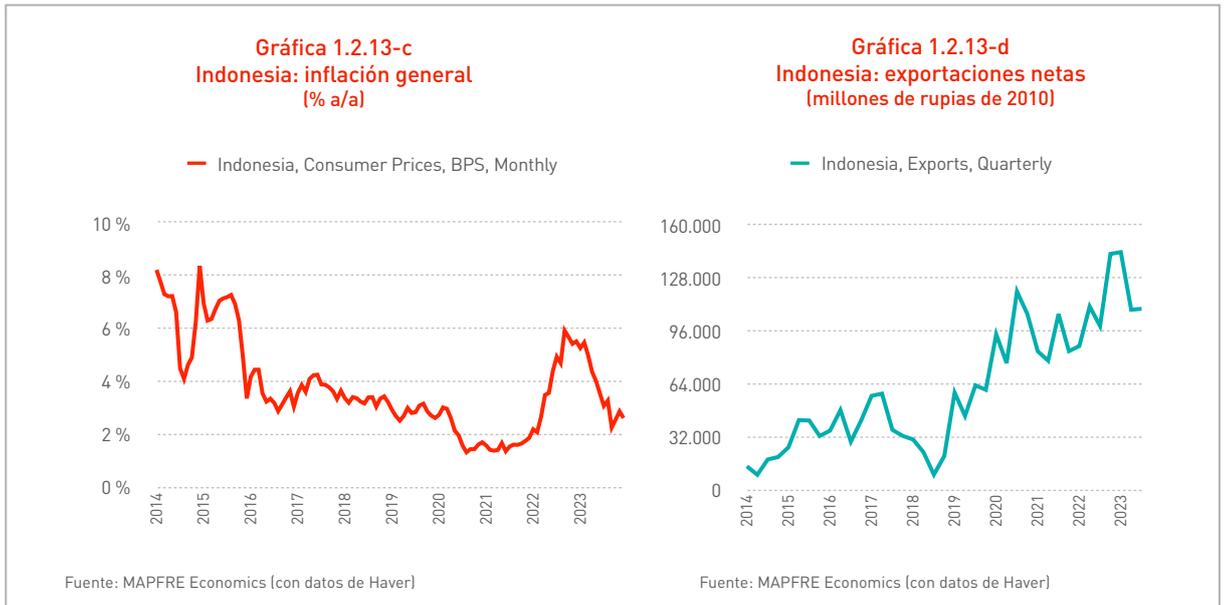


Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
PIB (% a/a)	5,0	-2,1	3,7	5,3	5,1	4,8	4,9	3,8	3,5
Contribución de la demanda doméstica	3,6	-3,6	4,1	4,5	4,6	4,6	4,7	3,8	3,8
Contribución de la demanda externa	1,4	1,5	-0,4	0,8	0,4	0,1	0,1	0,0	-0,4
Contribución del consumo privado	2,9	-1,5	1,1	2,7	2,8	2,9	2,7	2,4	2,5
Contribución de la inversión total	1,5	-1,6	1,2	1,2	1,6	1,3	1,4	1,0	0,7
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,3	-0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3
Consumo privado (% a/a)	5,2	-2,7	2,0	4,9	5,2	4,8	4,9	4,4	4,5
Gasto público (% a/a)	3,3	2,1	4,2	-4,5	4,0	4,8	4,3	4,9	3,9
Inversión total (% a/a)	4,5	-5,0	3,8	3,9	5,0	4,2	4,5	3,2	2,3
Exportaciones (% a/a)	-0,5	-8,4	18,0	16,3	0,5	3,4	4,6	2,6	2,9
Importaciones (% a/a)	-7,1	-17,6	24,9	14,7	-1,6	3,7	6,4	3,0	5,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	6,7	6,2	5,6	5,5	5,3	5,0	5,6	5,5
Inflación (% a/a, media)	2,8	2,0	1,6	4,2	3,7	2,4	2,6	2,7	3,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,7	1,6	1,8	5,5	2,7	2,4	2,9	2,7	3,1
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-6,2	-4,6	-2,4	-1,4	-1,7	-1,7	-1,7	-2,0
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-0,4	0,3	1,0	-0,2	-0,5	-0,6	-0,5	-0,2
Tipo de interés oficial (final período)	5,00	3,75	3,50	5,50	6,00	5,00	4,50	6,00	4,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,51	4,06	3,75	6,62	6,95	5,92	5,40	6,91	5,44
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,10	6,10	6,38	6,93	6,49	6,47	6,93	7,45	7,74
Tipo de cambio vs USD (final período)	13.883	14.050	14.253	15.568	15.389	15.918	16.589	16.072	16.653
Tipo de cambio vs Euro (final período)	15.596	17.241	16.143	16.605	17.005	17.312	18.466	17.295	18.469
Crédito privado (% a/a, media)	8,8	1,4	1,0	9,6	8,4	7,1	9,7	7,3	9,4
Crédito familias (% a/a, media)	7,9	2,1	2,2	7,8	8,7	6,9	6,4	6,5	5,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	0,3	-9,0	-12,6	15,3	30,7	14,6	7,8	14,4	6,8
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media)	22,8	21,4	25,7	29,2	27,9	27,0	25,8	27,1	26,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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



mantuvo en zona de expansión, registrando 52,2 puntos, y las ventas minoristas se desaceleraron al 2,9% en diciembre. En este contexto, se prevé un crecimiento del PIB indonesio al cierre de 2023 del 5,1% y se estima un crecimiento del 4,8% para 2024 y del 4,9% para 2025 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

Por otra parte, la inflación, que repuntó a 2,6% en diciembre, mejora desde el pico de casi el 6,0% en septiembre de 2022. El Banco Central de Indonesia mantuvo los tipos de interés en 6,00% en diciembre, buscando mantener la inflación dentro de rango y estabilidad en la rupia. Los riesgos económicos de corto plazo para la economía de Indonesia pueden surgir de un repunte de la inflación, o bien de una caída en los precios de las principales exportaciones, como el aceite de palma y el cobre. La balanza por cuenta corriente está

marginalmente positiva (0,3% del PIB). El tipo de cambio se estabilizó alrededor de 15.500 IDR/USD, aliviado por la relajación de los tipos de interés en los Estados Unidos. Las elecciones presidenciales el 14 de febrero tendrán implicaciones para las políticas futuras.

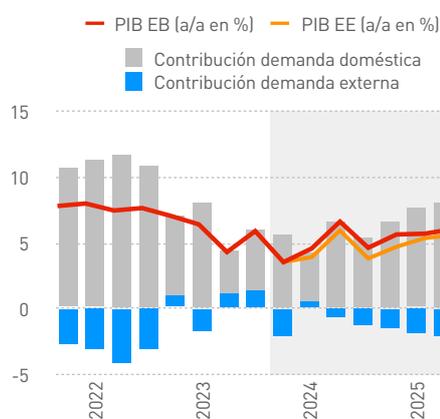
1.2.14 Filipinas

La economía filipina es la que más crece en la región de Asia Pacífico, superando las previsiones.

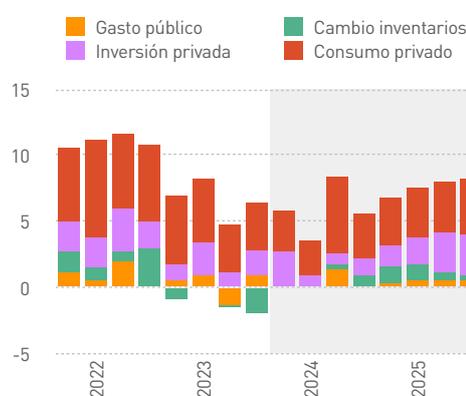
La economía filipina aceleró en el tercer trimestre de 2023 al 5,9% (3,3% t/t), desde el 4,3% en el trimestre previo. El consumo privado creció un 5,0% a/a, el consumo del gobierno lo hizo un 6,7%, y la inversión bajó ligeramente (-1,6%). Las exportaciones crecieron un 2,6%, mientras las importaciones se contrajeron un -1,3%. El PMI manufacturero se expandió hasta 51,5 puntos en diciembre, en tanto que la encuesta a las condiciones de negocio futuras para el cuarto trimestre disminuyó significativamente a 38,2, desde 53,8 (<50 indica contracción). La producción industrial creció solo un 1,7% en octubre, lastrada por una caída del 10% en la industria química y un descenso del 6,7% en la producción de automóviles. La confianza del consumidor también empeoró, con un registro de -19% para el cuarto trimestre de 2023.

Filipinas

- **El empleo en Filipinas se encuentra en máximos históricos.**
- **El crecimiento de la economía está siendo liderado por la demanda interna.**
- **La inflación tiene riesgo de presentar cierto repunte si se suspenden las ayudas por parte del gobierno.**
- **La previsión es que el PIB filipino mantenga el dinamismo observado en los años recientes, con un crecimiento del 5,4% en 2024 y del 6,2% en 2025.**

Gráfica 1.2.14-a
Filipinas: descomposición
y previsiones del PIB


Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de PSA)

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


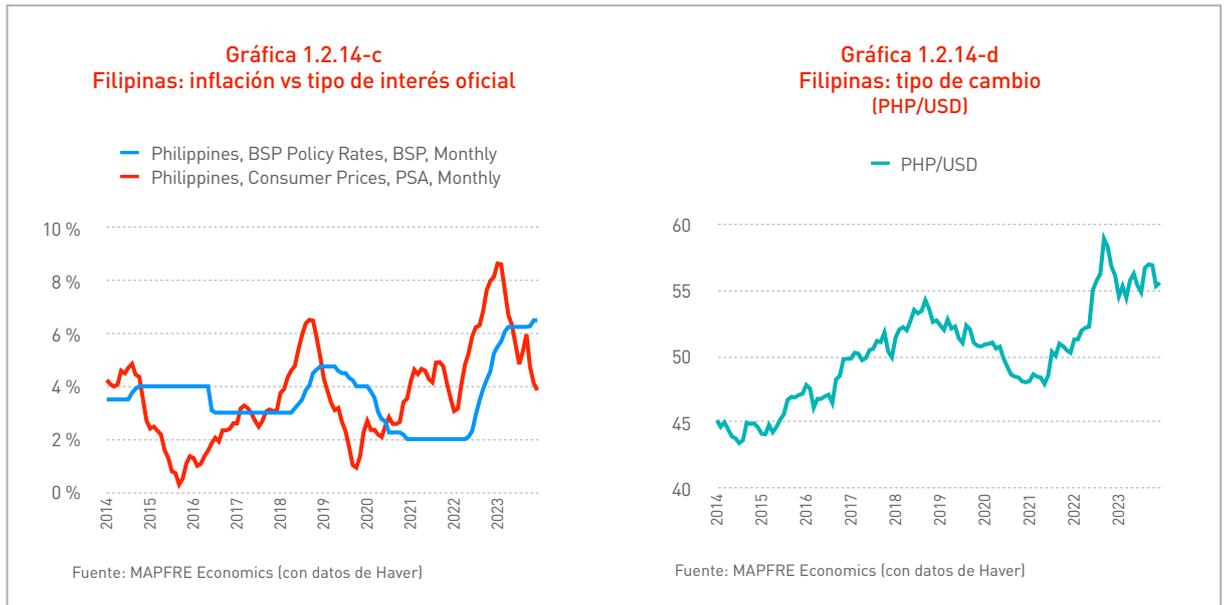
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de PSA)

Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	6,1	-9,5	5,7	7,6	5,1	5,4	6,2	4,7	5,8
Contribución de la demanda doméstica	6,3	-13,5	8,0	9,8	5,3	5,6	8,1	5,4	7,9
Contribución de la demanda externa	-0,2	4,0	-2,3	-2,2	-0,3	-0,2	-1,9	-0,7	-2,1
Contribución del consumo privado	4,3	-5,8	3,1	6,0	3,8	3,9	4,1	3,7	4,1
Contribución de la inversión total	1,1	-7,3	2,1	2,2	1,9	1,2	3,0	1,1	2,8
Contribución del gasto público	1,1	1,3	1,1	0,7	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Consumo privado (% a/a)	5,9	-8,0	4,2	8,3	5,2	5,3	5,6	5,1	5,6
Gasto público (% a/a)	9,1	10,5	7,2	4,9	1,1	3,1	3,1	3,1	3,1
Inversión total (% a/a)	3,9	-27,3	9,8	9,7	8,5	5,1	12,6	4,6	11,7
Exportaciones (% a/a)	2,6	-16,1	8,0	10,9	2,3	4,4	6,3	3,9	5,0
Importaciones (% a/a)	2,3	-21,6	12,8	13,9	2,4	5,0	9,5	4,7	9,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,6	8,7	6,8	4,3	4,0	4,5	4,4	4,6	4,7
Inflación (% a/a, media)	2,4	2,4	3,9	5,8	6,0	3,4	3,1	3,6	2,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	2,9	3,6	7,9	4,3	3,2	2,7	3,1	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-3,4	-7,6	-8,6	-7,3	-6,2	-5,6	-4,4	-5,7	-4,6
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,8	3,2	-1,5	-4,5	-2,6	-2,1	-3,0	-2,1	-2,5
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	2,00	2,00	5,50	6,50	5,25	5,00	5,50	4,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,97	2,00	1,81	5,50	6,41	5,19	5,00	5,34	4,45
Tipo de interés a 10 años (final período)	4,44	2,97	4,72	6,91	6,02	6,47	6,50	7,05	6,96
Tipo de cambio vs USD (final período)	50,74	48,04	50,27	56,12	55,57	54,43	53,06	55,41	53,56
Tipo de cambio vs Euro (final período)	57,01	58,94	56,93	59,86	61,40	59,20	59,06	59,62	59,40
Crédito privado (% a/a, media)	9,5	4,0	0,9	8,3	7,5	6,8	9,1	7,2	8,7
Crédito familias (% a/a, media)	12,8	11,2	-2,1	7,9	15,5	12,4	10,2	12,3	10,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,9	-7,9	8,2	13,4	10,3	10,2	9,6	10,1	9,1
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	5,0	3,4	-0,4	-0,9	0,9	2,7	3,8	2,8	4,5

 Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de PSA)
 Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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



Para los próximos trimestres, se espera que el consumo se mantenga fuerte, alrededor del 5%, y se prevén también mejoras en las exportaciones e importaciones respecto a 2023. La inversión será más débil, pero aún superará el 5,0%. Así, se proyecta un crecimiento del PIB filipino del 5,1% en 2023, en tanto que la previsión de crecimiento económico para 2024 sería en torno al 5,4% y del 6,2% para 2025 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La inflación interanual se sigue moderando, situándose en 3,9% en diciembre, aunque aumentó 0,2% m/m. La inflación subyacente, por su parte, bajó al 4,4%. Por rúbricas, la alimentación subió un 5,7%, vivienda y suministros del hogar un 2,5%, mientras el costo del transporte cayó un -0,8%. En su

reunión de diciembre, el banco central decidió mantener los tipos de interés en 6,50% (*Target Reverse Repo*), 6,0% para depósitos y 7,0% para préstamos. Los riesgos para la inflación siguen inclinándose al alza por posibles presiones en transporte, tarifas eléctricas y precios del petróleo. El mayor riesgo radica en que la inflación repunte si las ayudas a la alimentación no se extienden y si los costos eléctricos y precios del petróleo suben, llevando al banco central a mantener tipos de interés altos por más tiempo. En cualquier caso, no se esperan bajadas de tipos de interés antes que la Reserva Federal para proteger el tipo de cambio.

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

2.1.1 Mercados globales

Las estimaciones para la economía mundial apuntan hacia una desaceleración, con un crecimiento económico global previsto del 2,3% en 2024 (3,1% en 2023), situación que podría comenzar a revertir en 2025, año en el que se espera un crecimiento económico del 2,6%. Los efectos en el nivel de actividad económica de unas condiciones de financiación endurecidas y de la contracción del crédito en gran parte de las economías del orbe seguirán trasladándose a la economía real en forma de menores crecimientos, dibujando un panorama para la actividad aseguradora de crecimientos moderados en el volumen de negocio, especialmente para aquellos segmentos más vinculados al ciclo económico y al volumen de crédito, como son el seguro de Autos o los seguros de Vida riesgo. En cuanto a la rentabilidad del sector asegurador, que ha sufrido en los dos últimos años por el fuerte repunte de la inflación, se espera una mejoría por las revisiones al alza de las primas de seguros y la moderación en el crecimiento de los costes de las aseguradoras, a medida que se tamiza el aumento de los precios. Por otro lado, los mayores ingresos financieros de las carteras de inversiones por las subidas de los tipos de interés contribuirán también a esta previsible mejora de la rentabilidad y seguirán impulsando el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro y rentas vitalicias.

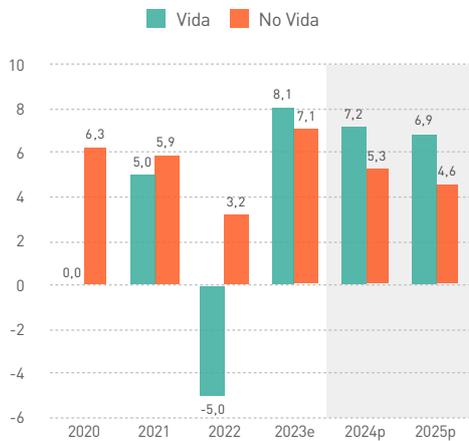
En cuanto a las inversiones financieras, los tipos de interés al cierre de 2023 en los grandes mercados mundiales cerraron en niveles por debajo de los máximos anuales del año previo, marcados en los últimos meses de 2022, año en el que se produjeron grandes correcciones en las principales categorías de activos de renta fija (soberana y corporativa) de mayor duración en los que invierten las entidades

aseguradoras, que han revertido solo parcialmente al cierre de 2023. Por otro lado, las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado en el mes de diciembre mostraban una pronunciada pendiente negativa en los principales mercados (particularmente en Estados Unidos y en la Eurozona), lo que viene a reflejar unas expectativas de inflación a la baja, situación que no terminará de normalizarse en tanto los bancos centrales mantengan los tipos de interés de su política monetaria en los actuales niveles restrictivos.

Este entorno de tipos de interés de curvas invertidas obliga a adaptar la oferta aseguradora a esta situación en la que los tipos a corto plazo superan a los tipos a largo plazo, por lo que no se puede ofrecer una prima por plazo positiva en los productos de mayor duración. En cualquier caso, los altos niveles de la curva de tipos seguirán favoreciendo el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro. En cuanto al riesgo de crédito, la desaceleración económica prevista y el encarecimiento del coste de financiación a medida que se van refinanciando las deudas en un entorno de altos niveles de endeudamiento y de elevados déficits fiscales de los gobiernos (muchos de ellos en procesos electorales) podría tensar las primas de riesgo en los próximos meses pero, de momento, esto no está sucediendo.

La renta variable, por su parte, tuvo un buen comportamiento para el conjunto del año 2023. Así, los principales índices mundiales experimentaron crecimientos significativos en el primer semestre del año y, tras el retroceso del tercer trimestre, volvieron a repuntar con fuerza en los dos últimos meses del año con la ayuda de los últimos mensajes del año de la Reserva Federal de los Estados Unidos que indicaban que las subidas de tipos de interés podían haber tocado techo, ante una moderación de la inflación mejor de lo previsto, lo que podían llevar incluso hacia un cambio de orientación de la política monetaria con posibles bajadas de tipos de interés en 2024. En

Gráfica 2.1.1-a
Global: crecimiento nominal de las primas
(crecimiento nominal anual en USD, %)



Fuente: MAPFRE Economics

este sentido, el caso más llamativo fue el del Nasdaq Composite, que cerró el año 2023 con una revalorización anual del 42,1% (-33,1% en 2022), el S&P500 del 23,8% (-19,4% en 2022) y, en Europa, el índice Euro Stoxx 50 mostró una rentabilidad acumulada del 18,9% en 2023 (-11,7% en 2022).

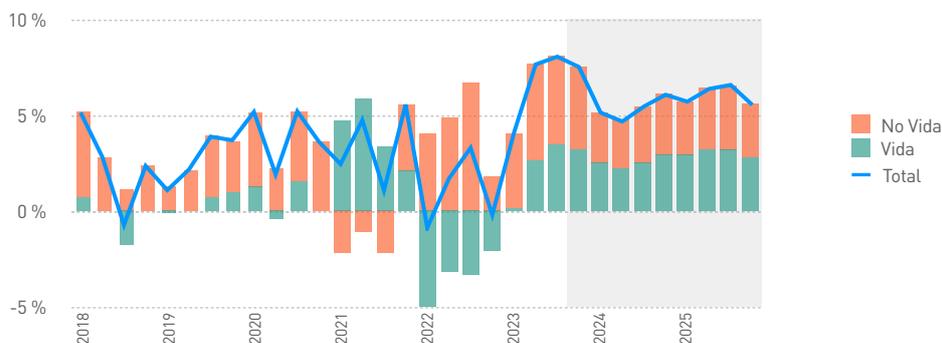
Este entorno favorece el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que pueden ampliar la composición de los activos de referencia hacia un mayor peso de la renta fija en la combinación de productos que se

ofrezcan en el mercado para aquellos asegurados con una mayor aversión al riesgo, teniendo en cuenta que los principales índices de renta variable, particularmente los de los Estados Unidos están tocando máximos históricos.

Así, en el actual contexto de actividad económica, inflación y costes de financiación, se anticipa que el mercado del segmento de los seguros de Vida durante 2024-2025 mantenga un visible dinamismo que, aunque menor que el de los dos años anteriores, aún conserve tasas nominales cercanas al 7 %, en promedio (véanse las Gráficas 2.1.1-a y 2.1.1-b, y la Tabla B-1 en el Apéndice de este informe). A este crecimiento contribuirán notablemente los mercados desarrollados, en donde los tipos de interés aún permanecerán elevados, aportando más de la mitad del crecimiento global de las primas. De esta forma, Europa aportaría por debajo de 2 puntos porcentuales (pp) del crecimiento global, Norteamérica por debajo de 1,5 pp, y Asia Desarrollada y Oceanía ligeramente por debajo de 1 pp de dicho crecimiento. Los mercados emergentes, por su parte, aportarían, en su conjunto, cerca de 2,5 pp al crecimiento global del sector asegurador en este segmento, siendo Asia Emergente y China los que más contribuirán (en torno a 1 pp cada uno), y América Latina en el entorno de 0,5 pp (véase la Gráfica 2.1.1-c).

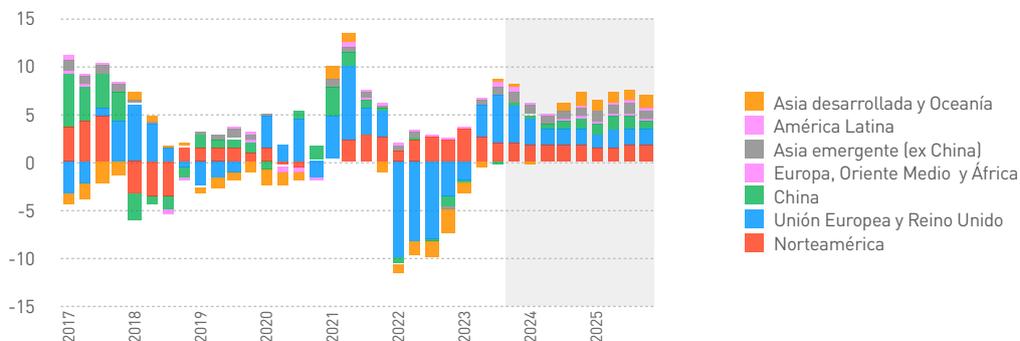
Por lo que se refiere al segmento de los seguros de No Vida, el crecimiento nominal promedio que se prevé en el horizonte de

Gráfica 2.1.1-b
Global: contribución de los ramos de aseguramiento al crecimiento de las primas



Fuente: MAPFRE Economics

Gráfica 2.1.1-c
Global: contribución al crecimiento de las primas Vida por regiones económicas



Fuente: MAPFRE Economics

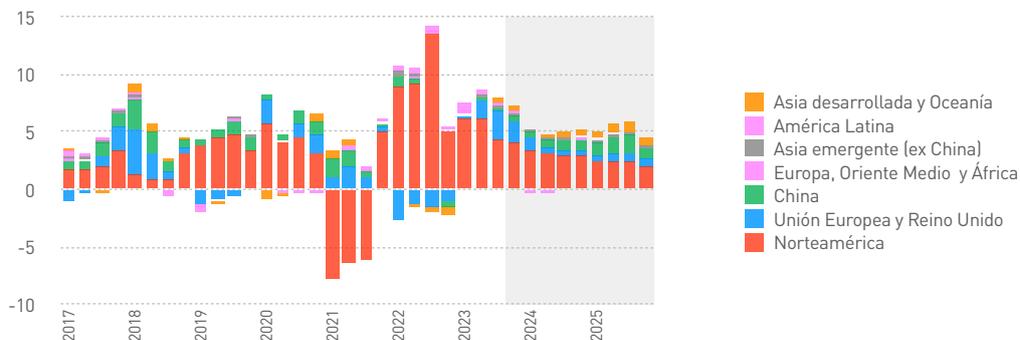
previsión (2024-2025) se sitúa ligeramente por debajo del 5%. Norteamérica será responsable de más de la mitad de dicho crecimiento global durante los próximos años (en torno a 2,6 pp), pero su aportación perderá dinamismo a medida que el entorno financiero genere un consumo y una inversión menos accesibles, y que se experimente el esperado ajuste cíclico. China y Asia emergente incrementarán gradualmente su contribución al crecimiento global del sector asegurador en este segmento durante el periodo analizado, contribuyendo aproximadamente la mitad que Norteamérica (en torno a 1,3 pp), en tanto que el resto de las regiones, en conjunto, aportarán el resto del crecimiento (aproximadamente 1,1 pp). La

aportación de Europa y de América Latina será bastante reducida dada la previsible atonía de su actividad económica (véanse la Gráfica 2.1.1-d y la Tabla B-1 en el Apéndice de este informe).

2.1.2 Eurozona

En la Eurozona, se estima que continúe la debilidad en el crecimiento económico, con una previsión para el PIB agregado de la región en 2024 del 0,6% (0,5% en 2023), situación que mejoraría en 2025, año en el que se espera un crecimiento económico del 1,6%. Este débil crecimiento es consecuencia del escaso dinamismo de algunas de sus principales economías, principalmente de Alemania, pero

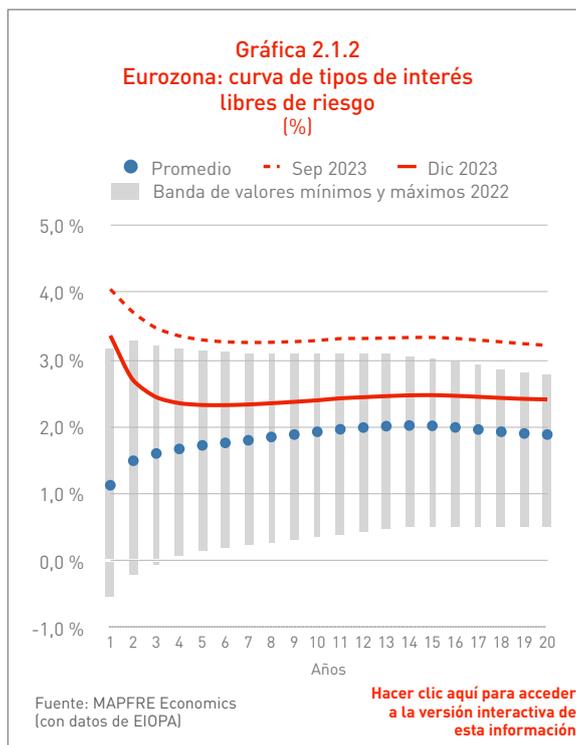
Gráfica 2.1.1-d
Global: contribución al crecimiento de las primas No Vida por regiones económicas



Fuente: MAPFRE Economics

también de Francia e Italia, por el efecto negativo sobre sus economías reales de las subidas de tipos de interés y de la restricción del crédito, con un consumo más débil y una caída en la tasa de ahorro de los hogares, lo que puede traducirse en crecimientos moderados de las líneas de negocio más cíclicas del sector asegurador. La desaceleración económica y el aumento en el coste de financiación se puede hacer notar de manera particular en las matriculaciones de nuevos turismos en la Eurozona, que cayeron un 3,3% interanual en diciembre de 2023, siendo Alemania el principal causante del retroceso, con una caída interanual del 23%⁶. Sin embargo, en 2023, en el conjunto de la Eurozona las matriculaciones de automóviles nuevos crecieron un 14,7% respecto del año previo, con crecimientos en todos sus principales mercados.

En el lado positivo, las subidas de tipos de interés seguirán generando un entorno propicio para los seguros de Vida vinculados al ahorro y las rentas vitalicias. Asimismo, la mejora en la rentabilidad financiera de las carteras de inversión, la inflación a la baja y la revisión de las primas de seguros para adaptarlas a la inflación pueden compensar en este año el efecto negativo que ha tenido la inflación en la rentabilidad del sector asegurador. En este sentido, el Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de diciembre de 2023, decidió mantener las condiciones financieras restrictivas, con los tipos de interés en el 4,5% para las operaciones principales de financiación y el 4% la facilidad de depósito (tras las diez subidas ininterrumpidas hasta el mes de octubre de 2023 desde julio de 2022, mes en el que se situaban en el -0,5% y el 0%, respectivamente). Estos niveles de tipos de interés son los más elevados en más de dos décadas. Además, el BCE decidió continuar en su senda de reducción progresiva del tamaño de su balance. Los datos de inflación siguen mostrando síntomas de moderación, situándose en el 2,9% en el mes de diciembre (2,4% en noviembre), lo que deja la inflación promedio del año 2023 en el 5,5% (8,4% en 2022), acercándose al objetivo del 2% del BCE para el conjunto de la Eurozona, pero todavía por encima de este. Por su parte, la reducción progresiva del tamaño de su balance continúa la senda prevista, sin que esto esté afectando de manera significativa a las primas de riesgo de los países con mayores niveles de



endeudamiento que han corregido el repunte que sufrieron en anteriores trimestres.

En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), al cierre del mes de diciembre se puede observar la relajación de los tipos de interés en todos los tramos de la curva (que sigue presentando una pendiente negativa), ante un escenario en el que los tipos de mercado libres de riesgo descuentan que los tipos de interés podrían comenzar a bajar en los próximos trimestres (véase la Gráfica 2.1.2)⁷.

Este entorno continúa favoreciendo la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos de interés garantizados de duraciones cortas y revisión de tipos en cada renovación, pero también de productos con garantías de tipos de interés de mayores duraciones ante las expectativas de que el BCE pueda comenzar a bajar los tipos de interés en este año. Por otro lado, el S&P500 tuvo un buen comportamiento en el primer semestre y en los dos últimos meses de 2023, cerrando el año con una revalorización anual del 23,8% (-19,4% en 2022), lo que favorece el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que

pueden beneficiarse también de los altos tipos de interés de la renta fija.

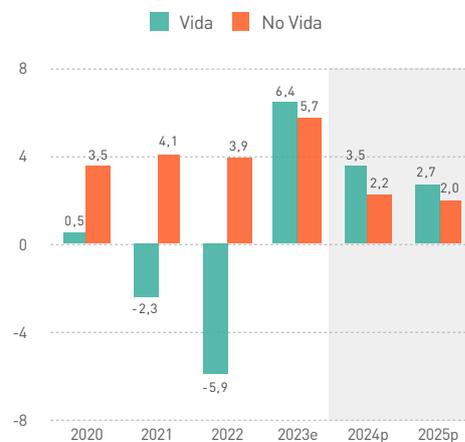
2.1.3 Alemania

Las estimaciones para Alemania apuntan hacia un entorno de débil crecimiento económico del 0,3% en 2024 (-0,3% en 2023), situación que podría mejorar en 2025 cuando se espera un crecimiento del 1,5% en este país. La debilidad de la demanda está afectando al consumo (público y privado) y a la inversión (especialmente a la construcción), con una inflación que sigue moderándose (3,2% y 3,7% en los meses de noviembre y diciembre, respectivamente), quedando la inflación media para el conjunto de 2023 en el 6,0% (6,9% en 2022). Este entorno, plantea un escenario de bajo crecimiento para el sector asegurador en cuanto al volumen de negocio, especialmente para sus líneas más cíclicas, como son los seguros de Autos, los de Vida riesgo o los vinculados a la construcción, aunque mejora el panorama de su rentabilidad por la moderación de la inflación y por la mejora de la rentabilidad financiera de las inversiones por las subidas de tipos de interés. Así el crecimiento de las primas de No Vida del sector asegurador en 2024 podría situarse en el entorno del 2,2%, en tanto que para el segmento de los seguros de Vida, dicha previsión se situaría en torno al 3,5% en 2024 (véase la Gráfica 2.1.3).

En cuanto al negocio de Vida, la rentabilidad del bono soberano alemán ha retrocedido en los dos últimos meses de 2023, excepto en los tramos cortos, con una pendiente de la curva de rendimientos del bono soberano alemán a finales de diciembre que continúa siendo marcadamente negativa. Esta situación de tipos de interés sigue dibujando un entorno propicio para el negocio de Vida ahorro con tipos de interés garantizados a plazos más cortos y renovaciones periódicas, aunque más complejo para los productos con tipos garantizados de mayor duración y para las rentas vitalicias tradicionales por la inversión de la curva de tipos de interés libres de riesgo.

Por otro lado, los principales índices mundiales experimentaron crecimientos significativos en 2023. Particularmente, el DAX alemán tuvo un buen comportamiento, tras el retroceso del tercer trimestre, volviendo a repuntar con

Gráfica 2.1.3
Alemania: crecimiento nominal de las primas
(crecimiento nominal anual en euros, %)



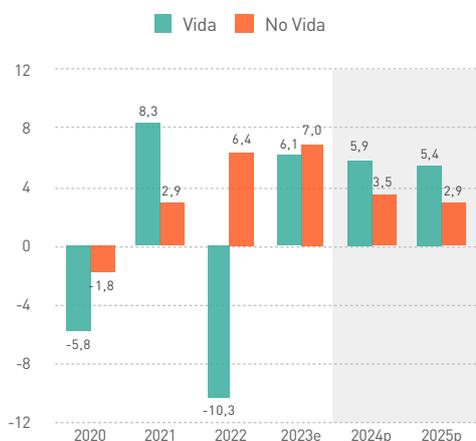
Fuente: MAPFRE Economics

fuerza en los dos últimos meses del año para dejar la revalorización anual al cierre de 2023 en el 19,7% (recuperándose la caída del -13,6% de 2022). Este entorno favorece el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que pueden aprovechar también el entorno de tipos de interés más elevados de lo que venía siendo habitual en este mercado, ampliando la composición de los activos de referencia hacia un mayor peso de la renta fija para aquellos asegurados con una mayor aversión al riesgo, y teniendo en cuenta que los principales índices de renta variable, particularmente los de los Estados Unidos y el DAX, están cerca de máximos históricos.

2.1.4 Italia

Las previsiones apuntan a que la situación de débil crecimiento económico en Italia persista, desacelerándose hasta el 0,5% en 2024 (0,7% en 2023), situación que podrá mejorar ligeramente en 2025, año en el que se espera un crecimiento del 1,2%. En este entorno, como se ilustra en la Gráfica 2.1.4, se espera que las primas de los seguros de No Vida sufran una desaceleración, con un crecimiento estimado en 2024 del 3,5% (7,0% en 2023). La inflación sigue moderándose y ha caído sustancialmente en los últimos dos meses del año (0,67% y 0,59% en los meses de noviembre y diciembre, frente a una inflación media del

Gráfica 2.1.4
Italia: crecimiento nominal de las primas
(crecimiento nominal anual en euros, %)



Fuente: MAPFRE Economics

5,7% en 2023), lo que podría repercutir de forma positiva en la rentabilidad del sector asegurador, que venía sufriendo por el fuerte incremento de la inflación en los dos últimos años.

Por otro lado, en cuanto al entorno de tipos de interés para los seguros de Vida, la rentabilidad del bono soberano italiano a diez años ha caído en el último trimestre de 2023 a niveles ligeramente por debajo, pero cercanos, al 4% (desde niveles cercanos al 5%), con una curva de deuda soberana que se invertido en su primer tramo con vencimientos hasta cinco años, y una pendiente positiva en los tramos más largos que permite ofrecer rentabilidades en los productos a largo plazo ligeramente superiores a los tipos a corto plazo (prima por plazo positiva). Esta situación continúa dibujando un panorama favorable para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, incluidos productos con tipos garantizados a plazos más cortos y revisiones periódicas del tipo garantizado, aprovechando la inversión de los primeros tramos de la curva de tipos. Por su parte, el principal índice de renta variable italiano (FTSE MIB) tuvo un buen comportamiento en el año (tras las caídas vividas en el año previo), revalorizándose un 27,2%. Este comportamiento de la renta variable, junto con las altas rentabilidades ofrecidas por la renta fija, pueden ayudar al

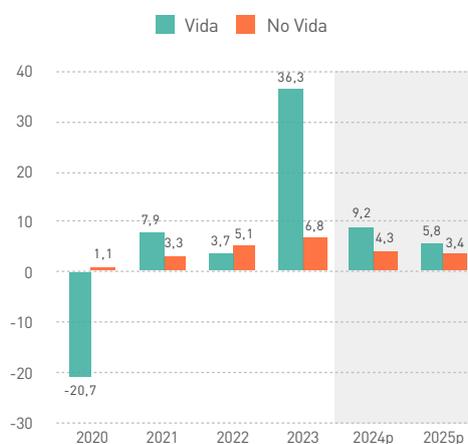
desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. En este contexto, como se muestra en la referida Gráfica 2.1.4, se estima que las primas de los seguros de Vida podrían crecer un 5,9% en 2024 (6,1% en 2023).

2.1.5 España

En España, las estimaciones del crecimiento económico en 2024 apuntan hacia una desaceleración, con un crecimiento previsto del 1,4% (2,5% en 2023), situación que mejoraría en 2025, año en el que se prevé un crecimiento del 1,8%. Los datos de inflación en la economía española siguen mostrando síntomas de desaceleración, con un dato interanual del 3,1% en diciembre, cerrando la inflación media del año 2023 en el 3,6% (8,4% en 2022). De momento, los efectos de la inflación y de los mayores costes de financiación sobre la renta disponible de los hogares y de las empresas continúan dibujando un panorama de desaceleración económica que se trasladarían a las líneas más cíclicas del sector asegurador en los próximos meses, particularmente al negocio de No Vida, para el cual se estima un crecimiento en primas del 4,3%, frente al 6,8% de 2023 (véase la Gráfica 2.1.5).

Esta desaceleración económica podría afectar en mayor medida a los negocios más vinculados al comportamiento del crédito,

Gráfica 2.1.5
España: crecimiento nominal de las primas
(crecimiento nominal anual en euros, %)



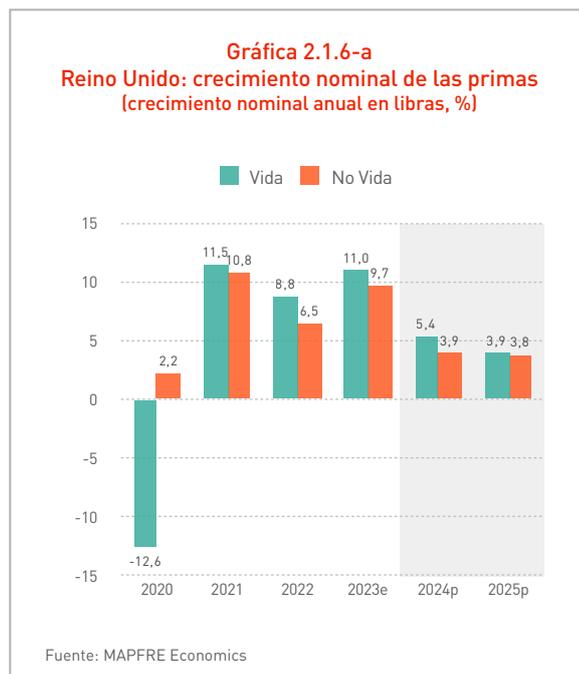
Fuente: MAPFRE Economics

como son los seguros de Autos y de Vida riesgo. Sin embargo, el mejor comportamiento de la inflación podría repercutir de forma positiva en su rentabilidad, que en los dos últimos años ha venido sufriendo las consecuencias del repunte de los precios en el coste de las prestaciones, reparaciones y gastos operativos. La moderación de la inflación, la revisión progresiva al alza aplicada a las primas de seguros, la previsible mejora de la rentabilidad de las carteras de inversión y el buen comportamiento del negocio de Vida ahorro, que en España es una de las líneas de negocio que mayor contribución tiene al resultado del sector, hace que se prevea una mejora en la rentabilidad de las entidades aseguradoras en este año.

En cuanto al entorno de tipos de interés, el BCE, que podría comenzar a reducir progresivamente los tipos de interés en los próximos trimestres si los datos de inflación para el conjunto de la Eurozona lo permiten, de momento mantiene una política monetaria restrictiva, con unos tipos de interés que, en muchas economías de la Eurozona (particularmente en España), se encuentran en el territorio de los tipos de interés reales positivos, con tipos nominales por encima de la inflación. De esta forma, se prevé que el negocio de Vida ahorro siga experimentando crecimientos significativos del 9,2% en 2024, menos espectaculares que los del año previo (36,3% en 2023), tras un largo período de tipos de interés en niveles cercanos a cero e incluso negativos, pero, en cualquier caso, un crecimiento importante (véase la referida Gráfica 2.1.5). Los altos niveles de tipos de interés siguen generando un entorno en el que las entidades aseguradoras están en condiciones de ofrecer tipos garantizados que pueden competir con otros productos en la gestión del ahorro, como son los depósitos bancarios que van trasladando más lentamente estos mayores tipos de interés en su oferta de productos en el mercado.

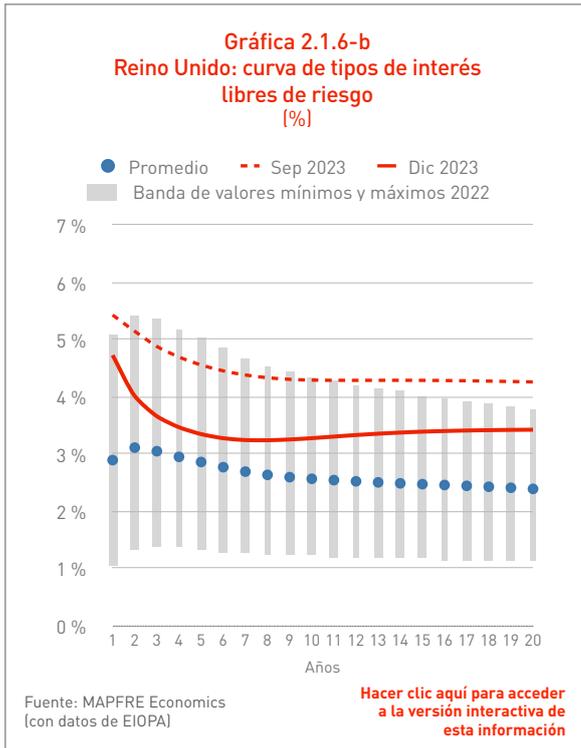
2.1.6 Reino Unido

Las previsiones para el Reino Unido apuntan hacia a un entorno de bajo crecimiento económico, con una variación del PIB del 0,4% en 2024 (0,5% en 2023), situación que podría ir mejorando en 2025, año en el que se espera un crecimiento del PIB del 1,3%. La inflación, por



su parte, se está resistiendo más que en otras economías desarrolladas, pero sigue dando síntomas de mejoría (3,9% y 4,0% interanual en los meses de noviembre y diciembre, respectivamente, frente a una inflación media del 7,4% de 2023). Los elevados costes de financiación continuarán generando un entorno de débil crecimiento económico, que se trasladará al sector asegurador, especialmente para el segmento de No Vida para el que, como ilustra en la Gráfica 2.1.6-a, se prevé que el crecimiento en el volumen de primas sea del 3,9% en 2024 (9,7% en 2023). Sin embargo, el mejor comportamiento de la inflación y los mayores niveles en los tipos de interés podrían traducirse en una recuperación de los márgenes de rentabilidad.

Respecto al entorno de tipos de interés para los seguros de Vida vinculados al ahorro y las rentas vitalicias tradicionales, el Banco de Inglaterra aumentó por última vez en 2023 los tipos de interés en su reunión del mes de agosto hasta el 5,25% y los ha mantenido desde entonces en ese nivel en el resto de las reuniones del año. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del cierre del mes de diciembre (véase la Gráfica 2.1.6-b), se aprecia una caída significativa en todos los tramos, con una pronunciada pendiente negativa en vencimientos hasta los ocho años. A pesar del retroceso, el alto nivel de los tipos de interés a corto plazo continúa siendo



propicio para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de duraciones cortas y revisión de tipos en cada renovación. En cuanto a la renta variable, el FTSE 100 ha sido uno de los índices que peor comportamiento tuvo en 2023, experimentado un crecimiento del 3,8% (0,9% en 2022). Este entorno ofrece un panorama algo más complicado para el desarrollo de los seguros de Vida en el mercado británico, estimándose, como se ilustra en la referida Gráfica 2.1.6-a, que el crecimiento de las primas de este segmento de negocio podría desacelerarse hasta el 5,4% en 2024 (11,0% en 2023).

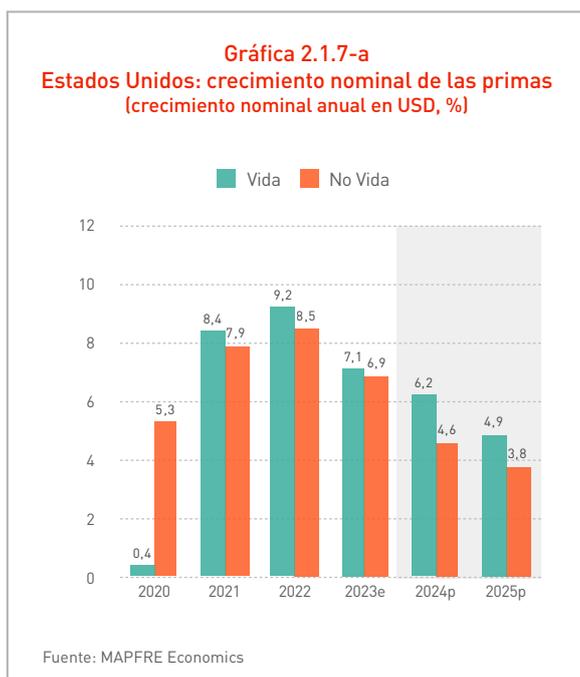
2.1.7 Estados Unidos

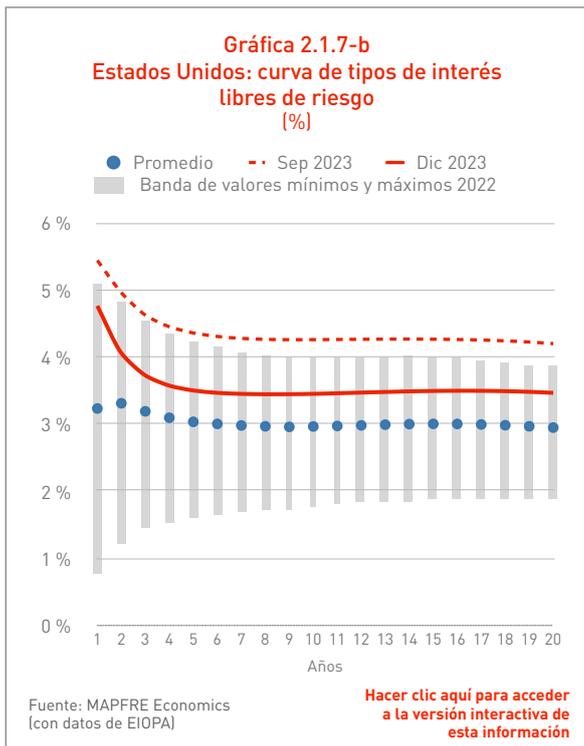
Las previsiones para los Estados Unidos dibujan un entorno de desaceleración económica con una variación del PIB del 1,1% en 2024 (2,5% en 2023), situación que podría mejorar ligeramente en 2025, año en el que se espera un crecimiento del PIB del 1,5%. La inflación, aunque con algún repunte puntual, continúa dando síntomas de relajación a lo largo del año (3,1% y 3,4% interanual en los meses de noviembre y diciembre, frente a una inflación media del 4,2% de 2023). Este entorno de desaceleración económica se trasladará previsiblemente a las líneas más cíclicas del

sector asegurador, particularmente a los negocios más vinculados al crédito, como los seguros de Autos, los de Vida riesgo o los relacionados con la construcción. De esta forma, como se ilustra en la Gráfica 2.1.7-a, se estima un crecimiento para el negocio de No Vida del 4,6% en 2024 (6,9% en 2023).

No obstante, el mejor comportamiento de la inflación podría repercutir de forma positiva en la rentabilidad del sector asegurador, con la ayuda de la revisión de precios aplicada en las pólizas de seguros (que en este mercado están normalmente sujetas a la autorización del supervisor, lo que hace que el decalaje hasta que puede empezar a compensarse la inflación vía precios sea mayor) y de unos ingresos financieros significativamente superiores por el alto nivel de los tipos de interés.

En cuanto al entorno de tipos de interés para los seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias, la Reserva Federal de los Estados Unidos elevó los tipos de interés de política monetaria en su reunión del mes de julio, dejándolos en un rango entre el 5,25% y el 5,50%, decidiendo mantenerlos en ese nivel en las sucesivas reuniones del año 2023, aunque podrían comenzar a reducirse progresivamente en los próximos trimestres si los datos de inflación continúan con su tendencia a la mejoría y está controlada en niveles cercanos a su objetivo del 2%. En la curva de tipos de





interés libre de riesgo de mercado del mes de diciembre producida por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7-b), se observa una relajación en los niveles de todos los tramos de la curva, la cual presenta una pendiente negativa en vencimientos hasta ocho años ofreciendo tipos de intereses reales positivos (con tipos nominales superiores a la inflación), especialmente en los tramos más cortos de la curva.

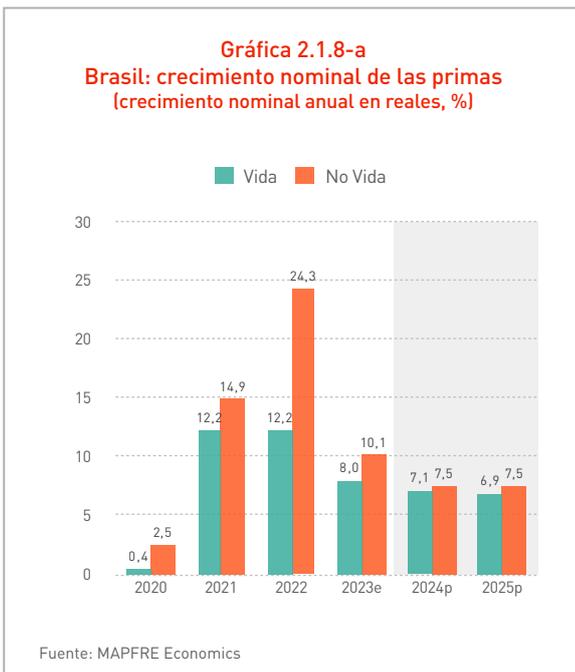
Este entorno continúa siendo propicio para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de duraciones cortas y revisión de tipos en cada renovación. Por otro lado, el índice Nasdaq Composite tuvo un buen comportamiento en el primer semestre y en los dos últimos meses de 2023, cerrando el año con una revalorización anual del 42,1% (-33,1% en 2022). El S&P500, por su parte, tuvo un comportamiento similar, aunque con un crecimiento menor que el Nasdaq del 23,8% en 2023 (-19,4% en 2022), lo que puede favorecer el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que pueden beneficiarse también de los altos tipos de interés de la renta fija para aquellos tomadores de seguros con un perfil más conservador. En este contexto, como se muestra en la referida Gráfica 2.1.7-a, se estima que las primas de los seguros de Vida

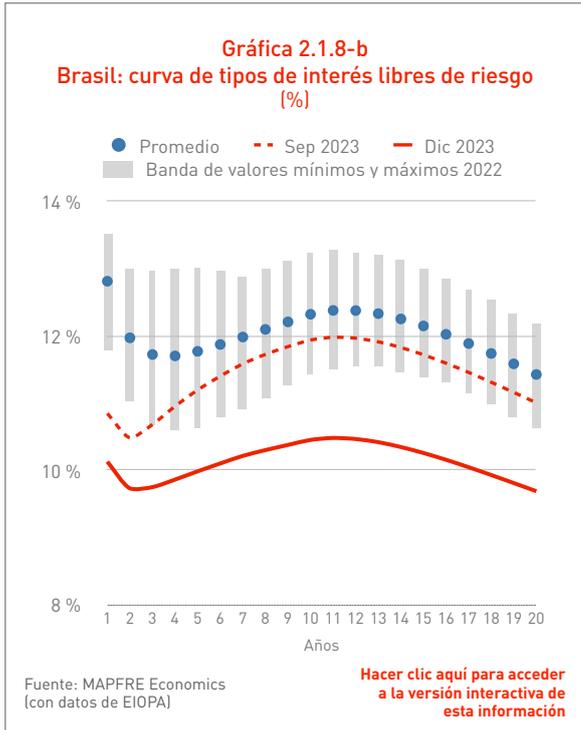
en los Estados Unidos podrían tener un crecimiento en el entorno del 6,2% en 2024 (7,1% en 2023).

2.1.8 Brasil

Las estimaciones de crecimiento económico para Brasil plantean una senda desaceleración en 2024, hasta el 1,6% (3,1% en 2023), básicamente por el efecto de los altos costes de endeudamiento sobre la economía real, situación que mejoraría en 2025 con un crecimiento previsto del 2,4%. Esta desaceleración económica se trasladaría al crecimiento del sector asegurador, principalmente al segmento de No Vida, con un crecimiento en primas en 2024 estimado en 7,5% (10,1% en 2023) siendo, en cualquier caso, un crecimiento positivo y por encima de la previsión de inflación (véase la Gráfica 2.1.8-a).

Por otro lado, la moderación de la inflación y los ingresos financieros por los elevados niveles de los tipos de interés incidirán de forma positiva en la rentabilidad del sector asegurador. En este sentido, el Banco Central de Brasil continúa reduciendo los tipos de interés de la política monetaria y, desde su reunión del mes de julio de 2023, ha aplicado cuatro bajadas de tipos consecutivas en el año hasta dejarlos en el 11,25% (desde el 13,75%), ante la senda de mejoría en los datos de inflación que, tras un repunte puntual desde el





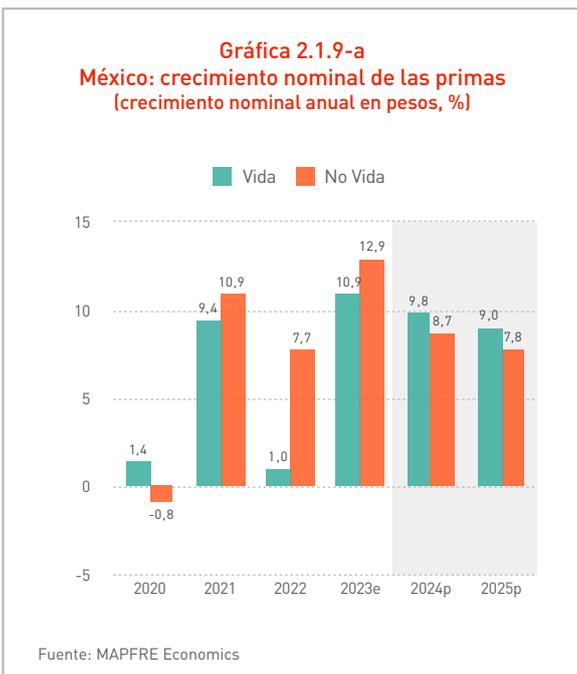
mes de julio, volvió a moderarse en los meses de noviembre y diciembre hasta el 4,68% y 4,62% en los meses de noviembre y diciembre, respectivamente (quedando la inflación media del año 2023 en el 4,6%). En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA correspondientes al cierre del mes de diciembre (véase la Gráfica 2.1.8-b), se observa una caída en todos los tramos de la curva, con una prima por plazo e intereses reales positivos, pero también con un nivel alto de tipos en el tramo corto de la curva, lo que continúa ofreciendo un entorno adecuado para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro (del tipo VGBL y PGBL) y rentas vitalicias, que pueden seguir ofreciendo rentabilidades significativamente superiores a los últimos datos de inflación, si bien la desaceleración económica prevista podría llevar a un crecimiento de este segmento del mercado algo inferior del 7,1% en 2024 (8,0% en 2023), como se ilustra en la referida Gráfica 2.1.8-a.

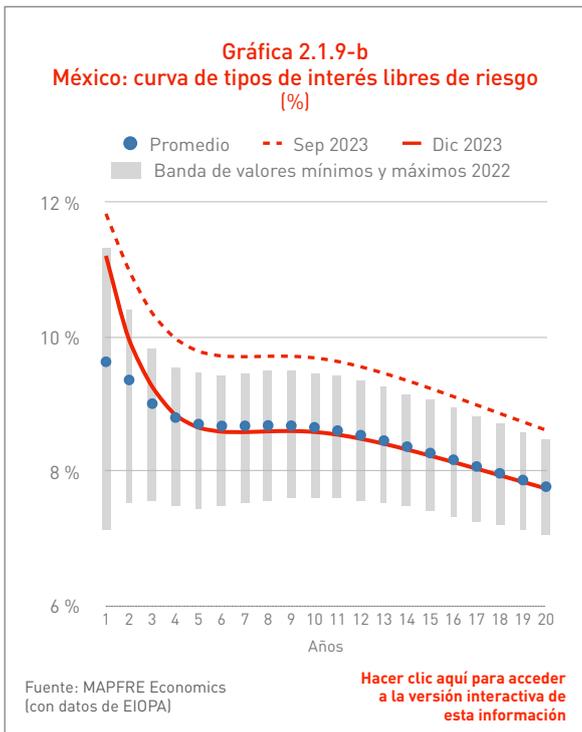
2.1.9 México

Se estima que la economía mexicana modere su crecimiento hasta el 2,0% en 2024 (3,3% en 2023), con un crecimiento previsto en 2025 del 2,1%. La inflación que sigue reduciéndose al 4,32% y 4,66% interanual en los meses de noviembre y diciembre, respectivamente,

frente a una inflación media en 2023 del 5,6% (el rango objetivo del banco central se encuentra entre el 2% y el 4%). En este entorno de crecimiento económico positivo, en una economía que está aguantando bien el efecto del endurecimiento de las condiciones de financiación, el panorama para el sector asegurador sigue siendo propicio, con una previsión de crecimiento de las primas de No Vida del 8,7% en 2024 (12,9% en 2023), significativamente por encima de la inflación prevista para este año (véase la Gráfica 2.1.9-a). Por otro lado, se prevé que la moderación de la inflación y los ingresos financieros por los altos tipos de interés incidirán de forma positiva en la rentabilidad de la industria.

En este sentido, respecto al entorno de tipos de interés, el Banco de México ha mantenido el tipo de interés de referencia de la política monetaria en 2023 en el 11,25% desde el mes de marzo, si bien en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9-b) se aprecia una bajada en todos sus tramos. Cabe señalar que la curva de tipos continúa significativamente invertida, especialmente en los tramos hasta cinco años. Los tipos de interés reales continúan siendo positivos, por lo que los productos de seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias pueden seguir ofreciendo una remuneración superior a los últimos datos de inflación, especialmente en los tramos más cortos, siendo este un entorno adecuado para





el lanzamiento al mercado de productos de ahorro con garantías de tipos a plazos más cortos y revisiones periódicas de los tipos garantizados, sin perjuicio del posible atractivo los productos con garantías de duraciones mayores y las rentas vitalicias por los altos tipos de interés que ofrece la curva en todos sus tramos y la expectativa de que puedan seguir a la baja una vez controlada la inflación. En este contexto, como se ilustra en la referida Gráfica 2.1.9-a, se estima que las primas de los seguros de Vida en México podrían tener un crecimiento del 9,8% en 2024 (10,9% en 2023).

2.1.10 Argentina

Las previsiones para Argentina dibujan un entorno de recesión económica, con una variación del PIB en 2024 del -1,8% (-2,0% en 2023) y una tasa de inflación fuera de control, que alcanzó un 211,4% interanual en el mes de diciembre de 2023, dejando la inflación media anual en el 127,9%. No obstante, la dinámica económica podría mejorar en 2025, año en el que se espera un crecimiento del PIB del 0,9%. Este complejo contexto económico sigue planteando un panorama cargado de desafíos para el negocio y la rentabilidad del sector asegurador, estimándose que el negocio de No Vida podría experimentar un crecimiento nominal del 75,5% en 2024 (72,5% en 2023), debido básicamente al proceso de revisión de

primas para intentar adecuarlas a la escalada hiperinflacionaria de los precios (véase la Gráfica 2.1.10).

Por otro lado, el Banco Central ha cambiado su tipo de interés de referencia por el de sus operaciones con pacto de recompra a un día, situándolo en el 100%, lo que supone una reducción del anterior tipo de interés de referencia (tipo Leliq de las subastas de letras de liquidez a cuatro semanas), en un intento de apoyar la demanda de bonos del Estado a más largo plazo. En cualquier caso, los tipos de interés reales siguen situándose en territorio profundamente negativo, lo que sigue complicando el panorama para los seguros de Vida vinculados al ahorro, que no pueden ofrecer rentabilidades que permitan compensar la elevada inflación. En este sentido, la previsión de crecimiento nominal de las primas de seguros de Vida para 2024 se situaría en el entorno del 49,2% (53,0% en 2023) y del 31,6% en 2025, muy por debajo de las previsiones de inflación media para esos años.

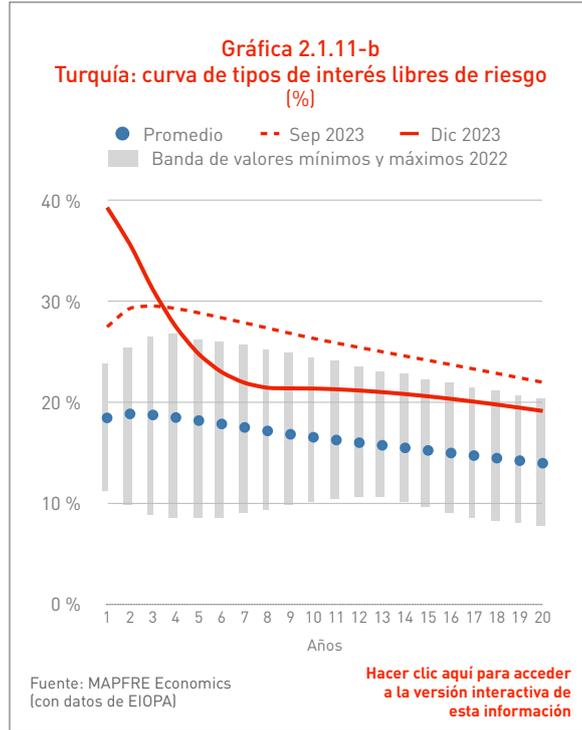
2.1.11 Turquía

En Turquía, se prevé que la economía modere su crecimiento hasta el 2,4% en 2024 (4,0% en 2023), con crecimiento previsto en 2025 del 2,9%. La inflación continúa repuntando hasta el 64,8% en el mes de diciembre, frente a una



inflación media en 2023 del 53,4%. Ante este repunte, el banco central turco continúa endureciendo su política monetaria, llevando los tipos de interés de referencia hasta el 42,5% en su última reunión del mes de diciembre, séptima subida consecutiva desde el mes de junio de 2023. Este entorno económico apunta a un crecimiento estimado del sector asegurador para el negocio de No Vida en 2024 del 62,1% (77,6% en 2023), lo que podría suponer un crecimiento en términos reales moderado, considerando la previsión de inflación que seguirá planteando desafíos importantes en cuanto a su rentabilidad (véase la Gráfica 2.1.11-a).

Por otra parte, la última subida de tipos de interés implementada por el banco central sigue siendo insuficiente para llevar a los tipos de interés reales al territorio positivo. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11-b), se observa de nuevo una acusada subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en el tramo de la curva con vencimiento hasta tres años, la cual incrementa sustancialmente su pendiente negativa en ese tramo. Sin embargo, los niveles de los tipos de interés a vencimientos por encima de los tres años caen, quedando sustancialmente por debajo de la inflación, por lo que el entorno de tipos continúa siendo complicado para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro, más adecuado para productos que ofrezcan intereses garantizados a plazo cortos y la revisión del tipo garantizado



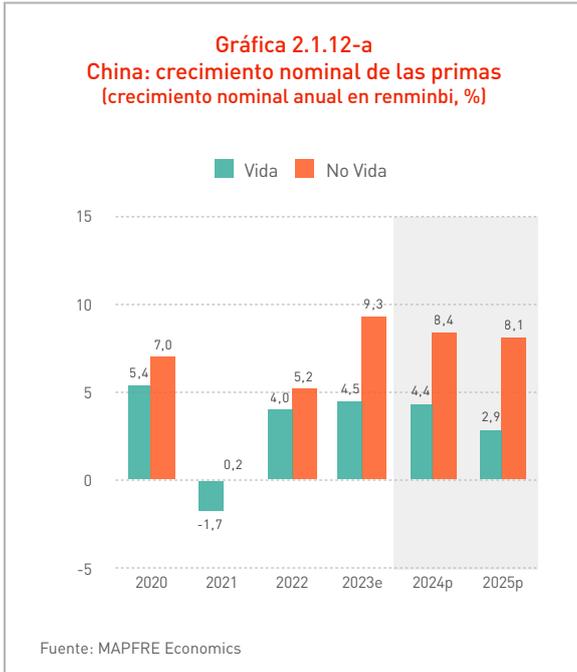
en cada vencimiento. En este contexto, teniendo en cuenta también el posible desarrollo de los seguros de Vida riesgo, se estima que las primas nominales de los seguros de Vida en Turquía puedan crecer en el entorno del 26,7% en 2024 (37,2% en 2023).

2.1.12 China

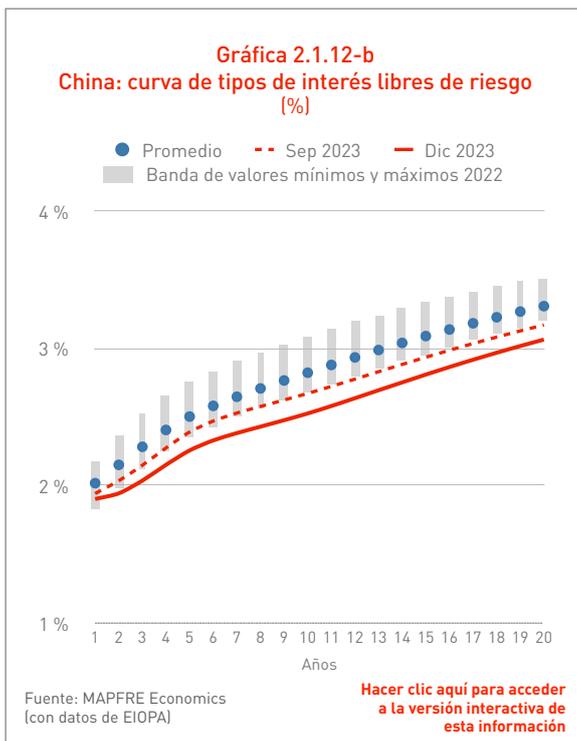
Las previsiones apuntan a una cierta desaceleración de la economía de China en 2024, hasta el 4,4% (5,2% en 2023); pérdida de dinamismo que se trasladaría a 2025, con un crecimiento estimado del 4,0%, lo que continúa siendo un crecimiento significativo a pesar de los problemas que presenta su economía procedentes de la crisis inmobiliaria que está viviendo. En cualquier caso, se trata de un entorno de crecimiento apropiado para el desarrollo del negocio asegurador, estimándose un crecimiento en las primas de seguros de No Vida en 2024 del 8,4% (9,3% en 2023), como se muestra en la Gráfica 2.1.12-a.

Por otro lado, la inflación en China ha vuelto a entrar en terreno negativo en los últimos meses, con el -0,5% y el -0,3% en noviembre y diciembre de 2023, quedando la inflación media del año 2023 en apenas el 0,2%. El banco central ha decidido mantener el tipo de interés de política monetaria en el 3,45% en su reunión





de diciembre, pero implementó algunas medidas acomodaticias a través de inyecciones de liquidez a medio plazo. De esta forma, en las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12-b) se observa que los tipos de interés libres de riesgo de mercado en el mes de diciembre han caído ligeramente, por debajo de los valores mínimos alcanzado en el año 2023. Los niveles de los tipos a largo plazo continúan significativamente por encima de los tipos a corto plazo,

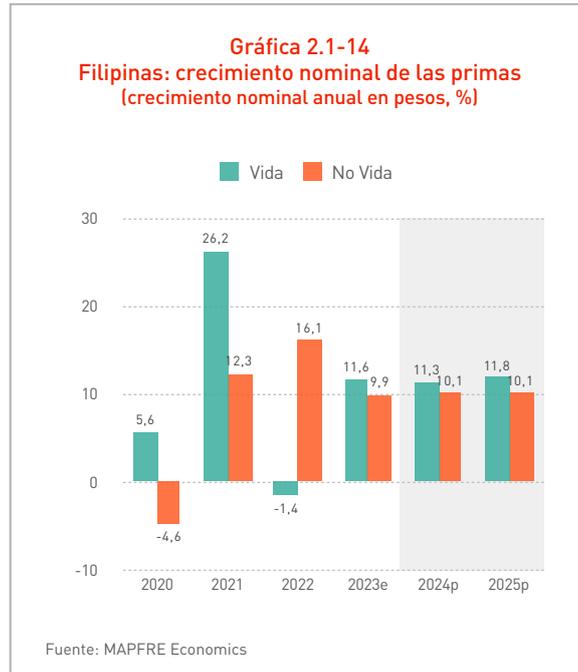
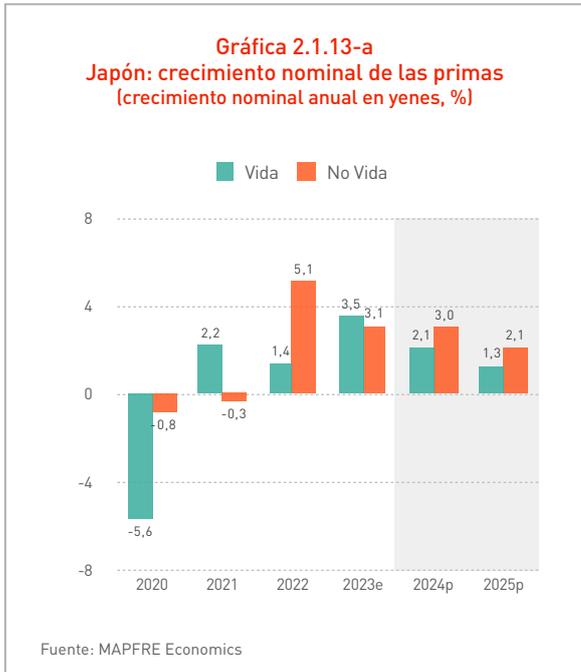


ofreciendo una prima por plazo positiva, siendo este un entorno propicio para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, con una curva que permite ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto, por encima de la inflación (tipos de interés reales positivos). En este contexto, el crecimiento estimado de las primas de seguros de Vida en 2024 sería del 4,4% (4,5% en 2023).

2.1.13 Japón

Las expectativas para Japón anticipan una desaceleración económica en 2024, con un crecimiento del 0,9% (2,0% en 2023) y del 1,0% para 2025, más en línea con los crecimientos de la economía nipona anteriores a la pandemia. Se trata de un entorno económico de crecimiento moderado que se trasladará al negocio asegurador, estimándose un crecimiento de las primas del negocio asegurador de No Vida para 2024 del 3,0% (3,1% en 2023), en parte debido a la adaptación del precio de los seguros a una inflación que continúa en unas tasas relativamente altas para la economía japonesa (véase la Gráfica 2.1.13-a). Sin embargo, la inflación se está moderando, siendo las tasas interanuales del 2,8% y 2,6% en los meses de noviembre y diciembre de 2023, respectivamente, lo que deja la inflación media del año en el 3,2%. Ello conforma un panorama más benigno para la rentabilidad de las entidades aseguradoras, que han sufrido en los últimos dos años el aumento de los precios en el coste siniestral y de sus gastos operativos.

En cuanto al entorno de tipos de interés para el negocio de Vida, el Banco de Japón decidió nuevamente, en su reunión de diciembre, no alterar su política monetaria ultra laxa, dejando los tipos de interés a corto plazo en el -0,1% y el bono soberano a diez años en torno al 0%, a pesar de unos datos de inflación todavía por encima de su objetivo del 2%. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA al cierre del mes de diciembre de 2023 (véase la Gráfica 2.1.13-b), se observa una relajación en todos los tramos de la curva de mercado, excepto en los plazos más cortos, aunque todavía significativamente por encima de los niveles máximos alcanzados en el año previo, con valores positivos en todos sus tramos. La curva permite ofrecer una prima por plazo positiva, lo cual presenta un entorno

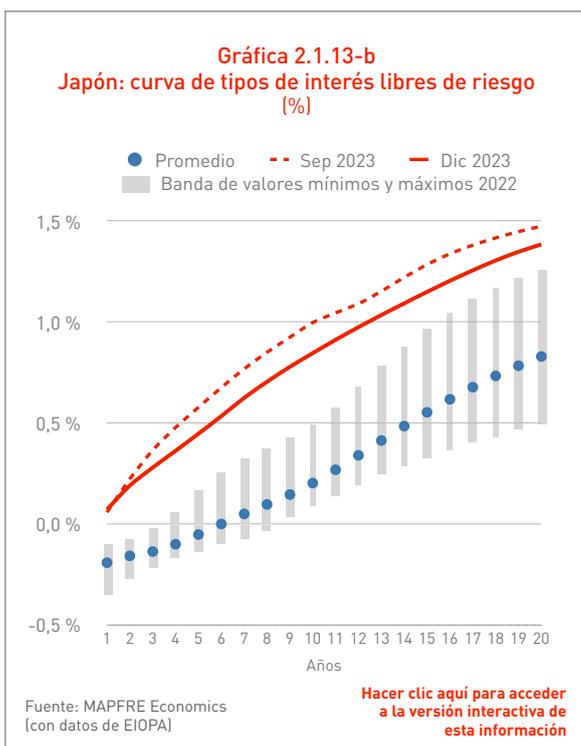


propicio para el desarrollo de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias. En este contexto, se estima que las primas de los seguros de Vida (incluyendo los seguros de Vida riesgo) podrían desacelerarse, con un crecimiento un 2,1% en 2024 (3,5% en 2023), en línea con la desaceleración económica general prevista para el país.

2.1.14 Filipinas

Las previsiones anticipan un buen comportamiento de la economía filipina, con crecimientos del 5,4% en 2024 (5,1% en 2023) y del 6,2% en 2025. En los últimos meses de 2023, la inflación ha dado muestras de desaceleración, situándose en el 3,9% interanual en el mes de diciembre, por debajo de la inflación media del año 2023 del 6,0%. Estos datos plantean un favorable panorama de crecimiento y rentabilidad del sector asegurador, estimándose que el negocio de No Vida podría crecer en torno a un 10,1% en 2024 (9,9% en 2023), como se ilustra en la Gráfica 2.1.14).

En cuanto al entorno de tipos de interés para el negocio de Vida vinculado al ahorro, el Banco Central de Filipinas, que viene aplicando una política monetaria restrictiva en su lucha contra la inflación, decidió mantener el tipo de referencia en el 6,5%. La rentabilidad del bono soberano a dos años ha bajado ligeramente, situándose en el 6,06% el 18 de enero de 2024, y la rentabilidad del bono soberano a diez años también bajó ligeramente al 6,29%. Con ello, el entorno de tipos de interés sigue siendo favorable para la comercialización de los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, con tipos de interés reales en terreno positivo, una curva de tipos con pendiente positiva y unos niveles altos en un entorno de inflación que sigue mostrando claros síntomas de mejoría. En este contexto,



se estima que las primas de los seguros de Vida (incluyendo los seguros de Vida riesgo) podrían experimentar un crecimiento del 11,3% en 2024 (11,6% en 2023), lo que supone una aceleración significativa en términos reales, si tenemos en cuenta las previsiones de inflación a la baja.

2.1.15 Reaseguro

Las catástrofes naturales volverán a batir récord de pérdidas económicas en 2023, ascendiendo a 269 mil millones de dólares, de las cuales la industria de reaseguros habría cubierto el 40% aproximadamente⁸. Respecto a las pérdidas aseguradas, un elevado número de siniestros de gravedad baja a media habrían producido daños por más de 100 mil millones de dólares, con las tormentas convectivas severas como principales contribuyentes. En 2023, Estados Unidos superó por primera vez los 50 mil millones de dólares de pérdidas aseguradas por tormentas convectivas severas y se espera que siga aumentando. Europa también ha experimentado en 2023 un aumento de las pérdidas aseguradas por este fenómeno, siendo Italia la más afectada.

Los desastres climáticos se vieron agravados por temperaturas extremadamente altas en 2023⁹. A nivel global, las temperaturas medias hasta noviembre de ese año fueron aproximadamente 1,3°C superiores a las de la época preindustrial (1850-1900), convirtiéndose en el año más caluroso desde que comenzaron las mediciones de temperatura. Asimismo, el terremoto de Turquía y Siria fue la catástrofe natural más costosa de 2023 y el desastre humanitario más devastador del año, con pérdidas aseguradas estimadas de 6 mil millones de dólares. En términos de pérdidas totales, el segundo desastre natural más costoso fue el tifón Doksuri, que causó grandes daños en Filipinas, la isla de Taiwán y China continental a finales de julio.

El huracán Otis azotó la costa del Pacífico de México el 25 de octubre de 2023 y ha sido una de las tormentas más fuertes en los registros históricos de la zona. A mediados de diciembre, la Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros informó que, hasta esa fecha, la industria aseguradora estimaba los daños en 31.900 millones de pesos (1.800 millones de dólares). Por otra parte, los grandes incendios

forestales que afectaron a varias regiones fueron el resultado de olas de calor y sequías. En particular, los incendios forestales en Maui se convertirán en el siniestro asegurado más costoso para el estado de Hawái (3.500 millones de dólares)¹⁰.

En España, cabe destacar la depresión aislada en niveles altos (DANA) que se produjo a comienzos del mes de septiembre, con precipitaciones intensas y persistentes que generaron inundaciones en amplias zonas de la península ibérica. En una primera estimación de los daños asegurados realizada por el Consorcio de Compensación de Seguros, preliminar y orientativa, sitúa en el entorno de 17.000 los siniestros de inundación causados, con un coste de entre 100 y 115 millones de euros.

Importantes intermediarios de reaseguro y agencias calificadoras de crédito¹¹ prevén una mayor estabilidad en las tasas de prima del reaseguro para la cobertura de catástrofes de daños patrimoniales en 2024, comparado con la fuerte subida que se produjo el año anterior, especificando que se producirán mayores aumentos en aquellas regiones con una experiencia de pérdidas más grande. En general, se observa una oferta más que suficiente para satisfacer el aumento de la demanda y una mejora de la capitalización en 2023, impulsada por mayores ganancias. Asimismo, en algunos mercados, la mayor litigiosidad sobre la cuantía de las prestaciones (fenómeno conocido como "inflación social") puede seguir presionando al alza el coste de las coberturas del seguro directo y del reaseguro.

2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

2.2.1 Reforma de Solvencia II

El 14 de diciembre de 2023, el Consejo y el Parlamento Europeos alcanzaron un acuerdo provisional para la reforma de la Directiva Solvencia II y las nuevas normas sobre recuperación y resolución de entidades aseguradoras (IRR). Entre sus objetivos, esta reforma busca impulsar el papel del sector de seguros y reaseguros a la hora de proporcionar fuentes privadas de inversión a largo plazo a las empresas europeas. Al mismo tiempo, persigue

que el sector sea más resistente y esté mejor preparado para los retos futuros, con el fin de proteger de mejor forma a los asegurados. El acuerdo prevé la necesidad de preparar nuevas normas adicionales complementarias con actos delegados de la Comisión Europea, además de la necesaria trasposición de la directiva por parte de los Estados miembros, una vez se publique el texto definitivo, por lo que su implementación práctica podría demorarse hasta el año 2026.

2.2.2 Informe de estabilidad financiera 2023 de EIOPA

El 11 de diciembre de 2023, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó su más reciente informe de estabilidad financiera. Dicho informe pone de relieve los principales riesgos para el sector asegurador y de los fondos de pensiones, los cuales se sintetizan a continuación¹².

Riesgo de liquidez

Históricamente, el riesgo de liquidez no se ha considerado como una de las principales preocupaciones de los supervisores de seguros. Ello se debía al modelo de negocio de las aseguradoras, basado en el pasivo, que suele caracterizarse por un ciclo de producción invertido¹³ y por una asignación de activos con grandes exposiciones a valores (muy) líquidos. Sin embargo, la perspectiva del riesgo de liquidez cambió a raíz de la reciente serie de crisis y acontecimientos adversos, como el estallido de la pandemia, la crisis de los Gilt de 2022 en el Reino Unido y las turbulencias de los bancos regionales estadounidenses en el primer semestre de 2023.

La crisis del Covid-19 suscitó inquietud por las salidas de liquidez como resultado de los siniestros relacionados con la salud. La crisis de los Gilt británicos de 2022, por su parte, arrojó luz sobre dos aspectos clave: (i) la implicación en términos de liquidez de las necesidades de garantías derivadas de la cobertura de los riesgos de tipos de interés, y (ii) la liquidez de las clases de activos (en el caso concreto de la deuda soberana británica a largo plazo) debe evaluarse teniendo en cuenta la concentración de las carteras de inversión y la profundidad de los mercados. Y, por último, las

turbulencias bancarias regionales de 2023 en Estados Unidos sirvieron para recordar el riesgo de retirada masiva de depósitos y la posibilidad de que se produzcan acontecimientos similares en el sector de los seguros.

Aunque el sector asegurador europeo superó con éxito estas crisis, un nuevo entorno económico con una inflación obstinadamente elevada y tipos de interés en aumento podría generar tensiones de liquidez en los flujos técnicos y en los flujos de inversión. En lo que respecta a los flujos técnicos, los reembolsos podrían aumentar debido a la erosión de la renta disponible de los grupos de ingresos más bajos o, en el caso de los grupos de ingresos más elevados, debido a la reasignación de las inversiones a instrumentos más rentables fuera del mercado de seguros. Los mismos factores podrían también reducir las entradas procedentes de la suscripción de nuevos negocios. Las necesidades de liquidez también pueden surgir de las actividades de inversión. Las aseguradoras, normalmente las de Vida, se cubren con derivados contra la bajada de los tipos de interés para limitar los riesgos de la brecha de duración negativa entre sus activos y sus pasivos. Las subidas de los tipos de interés provocaron importantes peticiones de márgenes¹⁴ a las aseguradoras, que tuvieron que cubrirse con efectivo, repos o ventas de activos líquidos.

El análisis, que se ha enmarcado en el denominado "Ejercicio de supervisión de la liquidez", incluyó a 100 compañías de seguros e intenta entender cómo evolucionó la liquidez de las carteras de inversión ante los cambios en los mercados. Un efecto notable del actual entorno macroeconómico, caracterizado por la subida de los tipos de interés, es la caída del valor de los activos líquidos, en particular de la deuda pública. El resultado es un deterioro "automático" de las medidas de liquidez para el sector de los seguros. Los efectos combinados de la pérdida de valor y las posibles reasignaciones de activos provocaron un deterioro de la posición de liquidez del activo del balance, como se muestra en la Tabla 2.2.2, con un descenso de 4,3 puntos porcentuales (pp) en 2022 del ratio entre los activos líquidos después de recortes¹⁵ y el total de activos (excluyendo Unit Linked/Index Linked).

Tabla 2.2.2
Liquidez de las carteras de activos

Fecha de referencia	Activos líquidos después de recortes / Activos 2020	Activos líquidos después de recortes / Activos Totales (excl. UL/IL)
2021	74,3 %	45,5 %
2022	73,4 %	41,2 %

Fuente: EIOPA, *Ejercicio de supervisión de la liquidez*, junio 2023.

Por otra parte, la liquidez de las provisiones técnicas ha aumentado a pesar de los tipos de descuento más elevados. El importe de los pasivos líquidos, determinado por los valores de rescate ajustados, se elevó un 15,0% en 2022, a pesar del aumento de los tipos de interés. El incremento se debió a los pasivos considerados más líquidos (con penalizaciones de rescate menores o nulas), mientras que el importe de los pasivos con valores de rescate inferiores al 80% de las reservas disminuyó.

En general, la situación global de liquidez de las aseguradoras de la muestra considerada en el estudio se ha deteriorado. Como resultado del efecto combinado de la disminución de los activos líquidos y el aumento de los pasivos líquidos, tanto la relación entre los valores de rescate ajustados y los activos líquidos como la relación entre los valores de rescate ajustados y el efectivo y equivalentes aumentaron en 2022. No obstante, hay que advertir que el análisis de la medida de liquidez para el pasivo depende en gran medida de las hipótesis sobre el comportamiento de los asegurados reflejadas en las ponderaciones aplicadas a los valores de rescate. Las ponderaciones utilizadas implican, por ejemplo, que el 50% de todos los asegurados con contratos en los que el valor de rescate correspondiente a la mejor estimación de las reservas estatutarias rescataría sus pólizas.

En síntesis, el ejercicio ha determinado que la posición de liquidez agregada de las aseguradoras de la muestra no ofrece motivos de preocupación. Aunque sigue siendo limitado en cuanto a entidades y tamaño, el ligero aumento del número de empresas que tuvieron que tomar medidas (por ejemplo, ventas de activos) para hacer frente a sus salidas de efectivo requiere un mayor seguimiento. De cara al futuro, podría haber razones poten-

ciales para un deterioro de los flujos de caja netos de las aseguradoras debido a un aumento de las tasas de rescate, ya que los asegurados podrían necesitar recuperar los fondos o querer cambiar a otras inversiones, o debido a unos gastos y costes de siniestros más elevados por la inflación y unos menores ingresos por ventas de inversiones por la caída de los precios.

Evolución de la asignación de activos de las aseguradoras en un entorno de tipos de interés al alza

El reciente aumento de los tipos de interés ha afectado a la asignación de activos de las aseguradoras del Espacio Económico Europeo (EEE). Ahora que los tipos ya no están próximos a cero, el comportamiento de búsqueda de rentabilidad podría ser menos pronunciado. Las aseguradoras podrían estar reequilibrando sus carteras y volviendo a inversiones más tradicionales, como los bonos del Estado y los bonos corporativos, y confiando menos en las clases de activos alternativos, que tienden a ser más arriesgados e ilíquidos. No obstante, los resultados presentados en el informe de EIOPA muestran, por el momento, una tendencia continuada hacia las inversiones alternativas. A pesar del aumento de los rendimientos, los aseguradores de Vida se han convertido en vendedores netos de bonos del Estado y corporativos, mientras que los aseguradores de No Vida y los reaseguradores han seguido comprándolos. Una posible explicación es que los aseguradores de Vida reanudarán la compra de bonos una vez que estén convencidos de que los tipos de interés han tocado techo, bloqueando así rendimientos más atractivos.

Las subidas de los tipos de interés y las necesidades de liquidez de las gestoras de pensiones en derivados de tipos de interés

Durante 2022, los tipos de interés aumentaron drásticamente. Para los fondos de pensiones de empleo que utilizan derivados para cubrir su riesgo de tipos de interés, esa subida creó, sin embargo, riesgos potenciales de liquidez al disminuir el valor de sus posiciones en derivados, desencadenando peticiones de márgenes que tuvieron que satisfacerse en efectivo. Los importes fueron considerables, aproximadamente el 5,6% de las inversiones totales de los usuarios de derivados. El análisis

de EIOPA sugiere que las gestoras de pensiones vendieron grandes cantidades de fondos de renta variable y renta fija, valores de renta variable mantenidos directamente y, en menor medida, deuda pública a corto plazo de gran liquidez para obtener el efectivo necesario para los márgenes. No obstante, siguieron siendo compradores netos de deuda pública y corporativa. Las grandes desinversiones en renta variable permitieron a los fondos de pensiones de empleo no sólo pagar los márgenes de sus derivados, sino también ser compradores netos de deuda pública, con lo que la proporción de renta variable y renta fija en sus carteras volvió a aproximarse a los objetivos de su asignación estratégica de activos.

Recesiones pasadas y negocio de seguros

Con la ralentización del crecimiento y un entorno de tipos de interés crecientes e inflación elevada, EIOPA considera que no puede descartarse una recesión en los próximos meses en el EEE. En este contexto, el informe analiza cómo afectaron las recesiones pasadas a los mercados financieros, a la rentabilidad de las aseguradoras y a su valoración en los mercados de renta variable. Una característica distintiva respecto a recesiones anteriores podría ser una inflación elevada y persistente, lo que podría impedir a los bancos centrales bajar los tipos de interés y, por tanto, prolongar y profundizar la recesión. Otro efecto adverso de la subida de precios podría ser unos resultados de suscripción más bajos o negativos. Durante muchos años, las acciones de seguros han ofrecido una rentabilidad por dividendo superior a la del mercado. La subida de los tipos de interés ya ha reducido la prima (rendimiento en exceso) con respecto a las inversiones sin riesgo; los altos rendimientos de los dividendos podrían haber atraído a los inversores, lo que haría que la decisión de reducir o recortar los dividendos en la próxima recesión fuera aún más difícil de lo habitual.

Otros riesgos y vulnerabilidades

El informe presenta una encuesta a las autoridades competentes en torno a los riesgos habituales; es decir, aquellos fuera de la situación actual excepcional que ha hecho que el foco pasara al impacto de las subidas de los

tipos de interés en las carteras de inversión y al aumento del riesgo de liquidez. Según los encuestados, las perspectivas macroeconómicas de las aseguradoras y gestoras de pensiones han mejorado desde la primavera de 2023, aunque los riesgos macroeconómicos y de mercado siguen siendo las principales preocupaciones. La inestabilidad geopolítica, que las autoridades identificaron como el principal motor de los riesgos macroeconómicos para las aseguradoras y los fondos de pensiones, introduce una mayor incertidumbre en torno a las perspectivas de inflación y crecimiento. En particular, unas tasas de inflación más elevadas pueden repercutir en la situación financiera de los fondos de pensiones de empleo, especialmente cuando los derechos de pensión están vinculados a la inflación o al crecimiento de los salarios.

Para las aseguradoras, el riesgo de tipos de interés se identificó como el principal impulsor de los riesgos de mercado, lo que refleja su elevada exposición a activos de renta fija y las garantías de tipos de interés que han proporcionado. Las aseguradoras ya han sufrido pérdidas en sus activos de renta fija como consecuencia del aumento de los tipos de interés y, en este contexto, las aseguradoras de No Vida están revisando sus estrategias de inversión para mantener el nivel de los rendimientos de las inversiones. Las aseguradoras de Vida, por su parte, están continuamente reduciendo los tipos garantizados de los nuevos productos y desplazan el nuevo negocio de los productos tradicionales que ofrecen a los asegurados una rentabilidad garantizada a los productos vinculados al mercado de capitales y los productos biométricos, lo que transfiere parte del riesgo a los asegurados.

EL informe enfatiza en que la volatilidad de los mercados crea riesgos de liquidez para las carteras de las aseguradoras. Una posible situación de estanflación podría reducir el poder adquisitivo de los asegurados y, por tanto, dar lugar a una disminución de las primas y a un aumento de las caducidades a largo plazo. Asimismo, una fuente de riesgo de liquidez son los márgenes de variación de los derivados y las operaciones con pacto de recompra, especialmente cuando la volatilidad del mercado se dispara.

Por último, la digitalización y los riesgos cibernéticos siguen siendo un reto significativo y se espera que aumenten en el futuro. El número de ciberincidentes ha seguido aumentando y la preocupación por los problemas de ciberseguridad sigue siendo elevada, debido también al temor a un conflicto geopolítico híbrido. Para el sector de los seguros, también se espera que la materialidad de los riesgos ESG (aquellos que surgen de factores ambientales, sociales y de gobernanza) aumente en los próximos 12 meses, con los riesgos físicos climáticos como principal impulsor.

2.2.3 Informe de la IAIS sobre el mercado global de seguros

El 6 de diciembre pasado¹⁶, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) publicó su *Reporte del Mercado Global de Seguros 2023* (GIMAR). Dicho informe se elabora en el marco del ejercicio global de la IAIS para evaluar los riesgos y tendencias clave en el sector asegurador, y la posible acumulación de potenciales riesgos sistémicos en el sector asegurador global (ejercicio conocido como *Global Monitoring Exercise*, GME). En este marco, el GME de 2023 consta de dos recopilaciones de datos confidenciales que abarcan el periodo hasta finales de 2022. Por una parte, la *evaluación individual de aseguradoras* (IIM), la cual se aplica a entidades aseguradoras que cumplen con los criterios del Grupo Asegurador y que comprende aproximadamente 60 de los grupos aseguradores internacionales más grandes de 18 jurisdicciones. Y, por la otra, la *supervisión sectorial* (SWM), la cual abarca los datos del mercado de seguros recopilados de los miembros de la IAIS de 27 jurisdicciones que cumplen los criterios descritos en el GME y que representan más del 90% de las primas brutas suscritas (GWP) a nivel mundial. Dichos criterios han sido diseñados para permitir una amplia cobertura en términos de participación mundial. Cabe señalar que el análisis incluye datos hasta finales de 2022, actualizados con datos financieros más recientes cuando están disponibles, y que un total de 45 jurisdicciones participaron en al menos uno de los componentes de la recopilación de datos de SWM 2023.

El informe describe el desarrollo del mercado asegurador global en 2022 en términos de activos, pasivos, solvencia, rentabilidad y liquidez, entre otros aspectos.

Solvencia

Conforme al reporte, los niveles de capital del sector asegurador a nivel global se mantienen sólidos. El ratio de solvencia agregado para las aseguradoras que participan en el GME de 2023 permanece muy por encima del 100%, aunque ligeramente disminuido a finales de 2022 en comparación con finales de 2021. Debe señalarse que los factores clave detrás de estas disminuciones son los desarrollos en los mercados financieros, especialmente las valoraciones más bajas de activos desencadenadas por caídas en acciones, la ampliación de los diferenciales crediticios en deuda corporativa y soberana, la mayor volatilidad en tipos de interés y monedas más débiles en algunas jurisdicciones. Estas disminuciones, sin embargo, se compensan parcialmente con aumentos en los tipos de interés, que reducen la valoración de los pasivos de las aseguradoras a finales de 2022 en comparación con finales de 2021.

La inflación, posibles incumplimientos, significativas posiciones de minusvalías no realizadas y la posibilidad de una reducción en la demanda de seguros debida a tensiones en el poder adquisitivo de los hogares, son identificados por los supervisores como posibles factores de riesgo que podrían afectar la solvencia y rentabilidad futuras. Aunque se considera en gran medida superados los efectos de la pandemia del Covid-19, las tensiones geopolíticas, incluida la guerra en Ucrania, continúan influyendo negativamente en las perspectivas de los supervisores.

Aspectos macro prudenciales

En este ejercicio del GIMAR se han identificado dos temas macro prudenciales a analizar: (i) los riesgos de tipos de interés, liquidez y crédito en un entorno macroeconómico desafiante, y (ii) los cambios estructurales en el sector de seguros de Vida, incluida la asignación de capital a activos alternativos, y el reaseguro intensivo en activos transfronterizos.

Riesgos de tipos de interés, liquidez y crédito en un entorno macroeconómico desafiante

Respecto a este primer tema de naturaleza macro-prudencial, las principales vulnerabilidades asociadas con el aumento de los tipos de interés incluyen: aumentos en las cancelaciones de pólizas, y riesgos de liquidez derivados del uso de derivados y llamadas de margen (*margin calls*). En términos de respuestas supervisoras, se ha observado un seguimiento continuo y más frecuente de las cancelaciones y del riesgo de liquidez, incluido análisis de sensibilidad y pruebas de estrés de riesgo de liquidez (considerando, por ejemplo, escenarios de riesgo de cancelación masiva). También se aborda el aumento del riesgo crediticio en este tema, especialmente en relación con las exposiciones al sector inmobiliario comercial y la interconexión del sector asegurador con los bancos.

Aunque las exposiciones directas son limitadas a nivel mundial, se observa una mayor concentración para algunas aseguradoras. En cuanto a la respuesta supervisora, los supervisores están realizando esfuerzos para vigilar regularmente las exposiciones al riesgo crediticio de las aseguradoras, incluidos ejercicios de pruebas de estrés y evaluaciones de cartera detalladas (con un enfoque específico en aumentos en la tenencia de activos menos líquidos). Las aseguradoras con carteras sustanciales de bienes raíces e hipotecas se supervisan más de cerca (por ejemplo, a través de inspecciones "in situ").

En cuanto a la interconexión con el sector bancario, las medidas clave tomadas por los supervisores incluyen el seguimiento continuo de exposiciones y, en algunos casos, el establecimiento de límites de inversión en sectores financieros o exposiciones a contrapartes para garantizar la diversificación. Además, se han establecido requisitos para la planificación de contingencias de financiación y liquidez para asegurar que las fuentes de liquidez sigan siendo sólidas y disponibles, incluso durante recesiones en el sector bancario, y para garantizar un mayor acceso a los mercados de capitales para las aseguradoras y mejorar la flexibilidad en la recaudación de fondos.

Cambios estructurales en el sector de seguros de Vida, incluida la asignación de capital a activos alternativos, y el reaseguro intensivo en activos transfronterizos

En segundo lugar, el informe destaca que el cambio a inversiones alternativas es relevante para algunas aseguradoras. Las inversiones alternativas están asociadas con un mayor riesgo de liquidez y complejidad en términos de evaluación y valoración de riesgos. Así, en el reporte se discute la importancia de comprender adecuadamente estas inversiones y gestionar sus riesgos a nivel de la aseguradora, así como garantizar que las características de la cartera de inversiones sean apropiadas dado el perfil de liquidez de las obligaciones de las aseguradoras.

Por otra parte, el empleo del reaseguro intensivo en activos (es decir, el reaseguro en el cual una parte sustancial del riesgo de inversión también se transfiere al reasegurador) se observa cada vez más, especialmente para las obligaciones de seguros de Vida a largo plazo. Los reaseguradores que asumen este reaseguro intensivo en activos están actualmente concentrados en solo algunas jurisdicciones, aunque esta práctica no es infrecuente en el negocio de reaseguros. Los cedentes de tales obligaciones también están concentrados en algunas jurisdicciones en donde los modelos de negocio de seguros de Vida se caracterizan por obligaciones de largo plazo. Esto ha suscitado preguntas respecto a si esta concentración podría estar asociada con el aprovechamiento de diferencias regulatorias en términos de valoración, provisiones técnicas o requerimientos de capital. En este sentido, cabe destacar que los mecanismos de reconocimiento supervisor existentes pueden ayudar a mitigar algunos de los riesgos relacionados con dichas cuestiones.

El enfoque supervisor en estas transacciones de reaseguro también está relacionado con tener claridad sobre quién retiene la propiedad de los activos (cedente o reasegurador), quién administra los activos y qué jurisdicción tiene autoridad supervisora sobre estos activos. Finalmente, en términos de estándares supervisores, la IAIS evaluará en qué medida el reaseguro intensivo en activos está adecuadamente cubierto bajo el Principio Básico de Seguros 13 ("Reaseguro y otras formas de transferencia de

riesgos”) y, de ser necesario, explorará el desarrollo de orientaciones supervisoras adicionales.

Riesgos para el sector asegurador relacionados con el clima

A través de un proceso iterativo, la IAIS continúa mejorando sus conocimientos sobre la exposición del sector asegurador a los riesgos relacionados con el clima. Este año, se recopilaron datos de aseguradoras individuales como complemento a los datos proporcionados a nivel sectorial por los supervisores. Mientras que el análisis cuantitativo en los dos años anteriores se centró en el impacto del cambio climático en las inversiones de las aseguradoras, este año también se evalúan de manera cuantitativa los riesgos de responsabilidad de las aseguradoras relacionados con exposiciones a eventos de catástrofes naturales (NatCat).

En cuanto a las inversiones de las aseguradoras, el análisis encuentra que las exposiciones a activos relacionados con el clima siguen siendo significativas en todo el mundo, siendo estimadas en un 37% de los activos reportados. Dentro de las carteras de acciones, bonos corporativos, préstamos e hipotecas de las aseguradoras, la proporción de activos más expuestos a riesgos de transición oscila entre el 29% (en Europa y África) y el 42% (en América Latina), con las regiones de América del Norte, Asia y Oceanía en el medio.

Esto muestra que las aseguradoras continúan asignando partes significativas de sus carteras a los seis sectores relevantes para el clima, y que la exposición al riesgo de transición persiste. Los datos al cierre de 2022 sugieren un ligero aumento en la exposición a activos relevantes para el clima en comparación con los datos de fin de año 2021, principalmente debido a una mejor cobertura y granularidad de los datos, y no necesariamente como resultado de un cambio real en la asignación agregada de activos por parte de las aseguradoras.

Cabe destacar que uno de los principales riesgos físicos del cambio climático para las aseguradoras es el aumento esperado en las reclamaciones relacionadas con eventos NatCat. Establecer requerimientos de capital basados en el riesgo para el riesgo NatCat

puede garantizar que los recursos de capital se asignen adecuadamente para cubrir este riesgo. La mayoría de las respuestas de las autoridades supervisoras indicaron que ya existen requisitos de capital para los riesgos NatCat en sus jurisdicciones, mientras que dos miembros indicaron que planean introducir tales requisitos en el futuro cercano.

Los datos de NatCat recibidos de aseguradoras individuales se utilizaron para estimar el impacto de eventos climáticos extremos en los niveles de capital de las aseguradoras. Inmediatamente después de un evento de 1 en 200 años, los ratios de cobertura de capital de las aseguradoras podrían disminuir en promedio un 34%. Esto podría generar un desafío significativo en la gestión de capital si se vuelve difícil para las aseguradoras aumentar rápidamente el capital, lo que podría perturbar los mercados de reaseguro y reducir la capacidad de reaseguro. Así, dada la creciente atención a los eventos NatCat, la IAIS ha publicado recientemente su informe *Una llamada a la acción: el papel de los supervisores de seguros en abordar las brechas de protección de catástrofes naturales*, delineando acciones para los supervisores de seguros en la atención a las brechas de protección NatCat.

Resultados agregados del seguimiento de aseguradoras individuales en 2023

Una comparación de las puntuaciones agregadas de riesgo sistémico de las aseguradoras con los del sector bancario muestra que las puntuaciones totales intersectoriales para los bancos siguen siendo significativamente más altas que para las aseguradoras. Sin embargo, las aseguradoras muestran un aumento más alto que los bancos en su puntuación agregada de riesgo sistémico desde finales de 2019 hasta finales de 2020. Tres indicadores intersectoriales aumentaron para las aseguradoras a finales de 2022 en comparación con finales de 2021: (i) activos de nivel 3 (activos ilíquidos y difíciles de valorar); (ii) el monto notional de derivados extrabursátiles, y (iii) las responsabilidades dentro del sistema financiero.

La IAIS está analizando más a fondo la tenencia de activos de nivel 3 observada para aseguradoras y bancos, con el propósito de investigar si esto puede estar relacionado con diferencias contables (donde los bancos tienen

más préstamos e hipotecas "a coste contable" en comparación con las aseguradoras). Las puntuaciones agregadas de riesgo sistémico del sector asegurador han disminuido un 3,1% a finales de 2022, en comparación con finales de 2021. Los impulsores clave de esta disminución son: (i) menores exposiciones a financiación a corto plazo; (ii) liquidez de pasivos y activos dentro del sistema financiero y, (iii) garantías mínimas en productos variables. Estas disminuciones se compensan parcialmente con aumentos en pasivos dentro del sistema financiero, derivados, primas para líneas comerciales específicas y activos de nivel 3.

Mercado global de reaseguros

Las primas brutas de reaseguro informadas en el GME continuaron la trayectoria de crecimiento de los últimos años, aumentando casi un 10% en 2022. Esto contrasta notablemente con la tendencia informada para el mercado global de seguros (que cubre tanto los mercados de seguro directo como los de

reaseguro), conforme a la cual experimentó una ligera disminución del 0,3% en las primas brutas emitidas en 2022. Las primas netas de reaseguro aumentaron un 12% en 2022. Aumentos significativos en las pérdidas aseguradas causadas por eventos NatCat ejercieron presión sobre la rentabilidad de los reaseguradores, la cual se deterioró materialmente en 2022, especialmente en las regiones de América y Europa.

Asimismo, el informe reporta que se observaron pequeños aumentos a finales de 2022 en las posiciones de solvencia y los ratios de apalancamiento de los reaseguradores. Las asignaciones de activos de los reaseguradores se mantuvieron estables, en general, con aumentos mínimos observados en las asignaciones a acciones y préstamos, mientras que las tenencias de deuda corporativa y soberana disminuyeron ligeramente.

Apéndice A: previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base (EB)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	-2,2	5,8	1,9	2,5	1,1	1,5
Eurozona	-6,2	5,9	3,4	0,5	0,6	1,6
Alemania	-4,2	3,1	1,9	-0,3	0,3	1,5
Francia	-7,7	6,4	2,5	0,8	0,7	1,3
Italia	-9,0	8,3	3,9	0,7	0,5	1,2
España	-11,2	6,4	5,8	2,5	1,4	1,8
Reino Unido	-10,4	8,7	4,3	0,5	0,4	1,3
Japón	-4,2	2,6	0,9	2,0	0,9	1,0
Mercados emergentes	-1,8	6,9	4,1	4,5	3,7	3,7
América Latina	-7,0	7,4	4,1	2,0	1,4	2,2
México	-8,8	6,0	3,9	3,3	2,0	2,1
Brasil	-3,6	5,1	3,1	3,1	1,6	2,4
Argentina	-9,9	10,7	5,0	-2,0	-1,8	0,9
Colombia	-7,3	11,0	7,3	1,0	1,9	2,9
Chile	-6,4	11,9	2,5	-0,2	1,9	2,6
Perú	-10,9	13,5	2,7	0,6	2,6	2,9
Emergentes europeos¹	-1,6	7,3	0,8	2,4	2,2	2,5
Turquía	1,9	11,4	5,5	4,0	2,4	2,9
Asia Pacífico	-0,5	7,5	4,5	5,2	4,5	4,1
China	2,2	8,5	3,0	5,2	4,4	4,0
Indonesia	-2,1	3,7	5,3	5,1	4,8	4,9
Filipinas	-9,5	5,7	7,6	5,1	5,4	6,2
Mundo	-2,8	6,3	3,5	3,1	2,3	2,6

	Escenario Estresado (EE)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	-2,2	5,8	1,9	2,5	0,2	-0,3
Eurozona	-6,2	5,9	3,4	0,5	-0,3	0,1
Alemania	-4,2	3,1	1,9	-0,3	-0,8	-0,1
Francia	-7,7	6,4	2,5	0,8	-0,2	0,6
Italia	-9,0	8,3	3,9	0,7	-0,5	-0,2
España	-11,2	6,4	5,8	2,5	0,4	0,1
Reino Unido	-10,4	8,7	4,3	0,5	-0,3	0,5
Japón	-4,2	2,6	0,9	2,0	0,3	0,5
Mercados emergentes	-1,8	6,9	4,1	4,5	2,8	3,0
América Latina	-7,0	7,4	4,1	2,0	0,5	0,8
México	-8,8	6,0	3,9	3,3	1,2	0,6
Brasil	-3,6	5,1	3,1	3,1	0,7	1,1
Argentina	-9,9	10,7	5,0	-2,0	-2,8	-0,1
Colombia	-7,3	11,0	7,3	1,0	0,9	1,4
Chile	-6,4	11,9	2,5	-0,2	0,5	1,0
Perú	-10,9	13,5	2,7	0,6	1,5	1,7
Emergentes europeos¹	-1,6	7,3	0,8	2,4	2,0	2,4
Turquía	1,9	11,4	5,5	4,0	0,3	0,5
Asia Pacífico	-0,5	7,5	4,5	5,2	3,6	3,8
China	2,2	8,5	3,0	5,2	3,5	3,7
Indonesia	-2,1	3,7	5,3	5,1	3,8	3,5
Filipinas	-9,5	5,7	7,6	5,1	4,7	5,8
Mundo	-2,8	6,3	3,5	3,1	1,4	1,5

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)

¹Europa del Este
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	1,3	4,7	8,0	4,2	2,7	2,2
Eurozona	0,3	2,6	8,4	5,5	2,5	2,0
Alemania	0,5	3,1	6,9	6,0	2,1	1,9
Francia	0,5	1,6	5,2	4,9	2,5	2,0
Italia	-0,1	1,9	8,2	5,7	2,1	1,7
España	-0,3	3,1	8,4	3,6	2,4	2,0
Reino Unido	0,9	2,6	9,1	7,4	3,2	2,1
Japón	0,0	-0,2	2,5	3,2	2,2	1,7
Mercados emergentes²	5,2	5,9	9,8	6,3	6,2	4,5
América Latina²	6,4	9,8	14,0	10,1	8,4	7,7
México	3,4	5,7	7,9	5,6	4,2	3,5
Brasil	3,2	8,3	9,3	4,6	4,0	3,7
Argentina	42,0	48,4	72,4	127,9	248,0	115,0
Colombia	2,5	3,5	10,2	11,8	6,1	3,8
Chile	3,0	4,5	11,6	7,7	3,3	2,9
Perú	1,8	4,0	7,9	6,3	3,4	2,5
Emergentes europeos¹	5,4	9,6	27,9	18,9	19,9	16,1
Turquía	12,3	19,6	72,3	53,4	51,7	24,4
Asia Pacífico	3,2	2,2	3,8	0,8	1,3	1,8
China	2,5	0,9	2,0	0,2	1,1	1,6
Indonesia	2,0	1,6	4,2	3,7	2,4	2,6
Filipinas	2,4	3,9	5,8	6,0	3,4	3,1
Mundo²	3,2	4,7	8,7	5,5	4,4	3,3

	Escenario Estresado (EE)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	1,3	4,7	8,0	4,2	3,0	1,8
Eurozona	0,3	2,6	8,4	5,5	2,9	1,9
Alemania	0,5	3,1	6,9	6,0	2,5	0,9
Francia	0,5	1,6	5,2	4,9	3,1	1,9
Italia	-0,1	1,9	8,2	5,7	2,5	0,9
España	-0,3	3,1	8,4	3,6	2,5	1,0
Reino Unido	0,9	2,6	9,1	7,4	3,5	1,9
Japón	0,0	-0,2	2,5	3,2	2,6	1,5
Mercados emergentes²	5,2	5,9	9,8	6,3	6,8	4,2
América Latina²	6,4	9,8	14,0	10,1	8,7	7,5
México	3,4	5,7	7,9	5,6	4,6	3,2
Brasil	3,2	8,3	9,3	4,6	4,4	3,4
Argentina	42,0	48,4	72,4	127,9	342,4	169,0
Colombia	2,5	3,5	10,2	11,8	7,4	3,6
Chile	3,0	4,5	11,6	7,7	3,5	2,8
Perú	1,8	4,0	7,9	6,3	3,9	2,4
Emergentes europeos¹	5,4	9,6	27,9	18,9	20,7	16,7
Turquía	12,3	19,6	72,3	53,4	53,6	21,9
Asia Pacífico	3,2	2,2	3,8	0,8	1,8	1,7
China	2,5	0,9	2,0	0,2	1,6	1,4
Indonesia	2,0	1,6	4,2	3,7	2,7	3,0
Filipinas	2,4	3,9	5,8	6,0	3,6	2,3
Mundo²	3,2	4,7	8,7	5,5	4,8	2,9

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)

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

¹Europa del Este ²Ex Argentina
 Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

	Escenario Base (EB)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	0,93	1,52	3,88	3,88	3,79	3,46
Eurozona	-0,19	0,32	3,39	2,79	2,74	2,72

	Escenario Esresado (EE)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	0,93	1,52	3,88	3,88	4,60	4,23
Eurozona	-0,19	0,32	3,39	2,79	3,84	3,67

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

[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)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
USD-EUR	0,81	0,88	0,94	0,90	0,92	0,90
EUR-USD	1,23	1,13	1,07	1,11	1,09	1,11
GBP-USD	1,36	1,35	1,20	1,27	1,26	1,28
USD-JPY	103,54	115,00	132,65	141,91	135,45	126,74
USD-CNY	6,52	6,35	6,90	7,10	7,01	6,58

	Escenario Estresado (EE)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
USD-EUR	0,81	0,88	0,94	0,90	0,93	0,90
EUR-USD	1,23	1,13	1,07	1,11	1,08	1,11
GBP-USD	1,36	1,35	1,20	1,27	1,23	1,27
USD-JPY	103,54	115,00	132,65	141,91	137,35	127,57
USD-CNY	6,52	6,35	6,90	7,10	7,14	6,64

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

[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)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	0,25	0,25	4,50	5,50	4,00	3,00
Eurozona	0,00	0,00	2,50	4,50	3,00	2,00
China	3,00	3,00	2,75	2,50	2,40	2,50

	Escenario Estresado (EE)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	0,25	0,25	4,50	5,50	5,50	3,50
Eurozona	0,00	0,00	2,50	4,50	4,50	2,50
China	3,00	3,00	2,75	2,50	2,50	2,40

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

Apéndice B: previsiones de crecimiento de primas

Tabla B-1
Escenarios Base: primas de seguros
[crecimiento nominal anual en moneda local, %]

	Vida					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	0,4	8,4	9,2	7,1	6,2	4,9
Eurozona						
Alemania	0,5	-2,3	-5,9	6,4	3,5	2,7
Francia	-19,6	27,6	-2,9	7,2	4,7	3,9
Italia	-5,8	8,3	-10,3	6,1	5,9	5,4
España	-20,7	7,9	3,7	36,3	9,2	5,8
Reino Unido	-12,6	11,5	8,8	11,0	5,4	3,9
América Latina						
México	1,4	9,4	1,0	10,9	9,8	9,0
Brasil	0,4	12,2	12,2	8,0	7,1	6,9
Argentina	50,5	53,9	77,4	53,0	49,2	31,6
Colombia	-1,2	16,1	67,0	23,1	16,0	11,4
Chile	-25,6	7,8	39,3	19,6	11,4	10,3
Perú	-4,0	40,4	4,2	5,7	4,9	4,3
Emergentes europeos						
Turquía	27,1	20,3	75,4	37,2	26,7	16,0
Emergentes Asia Pacífico						
China	5,4	-1,7	4,0	4,5	4,4	2,9
Indonesia	-4,9	10,1	-9,1	16,5	8,3	7,1
Filipinas	5,6	26,2	-1,4	11,6	11,3	11,8
Japón	-5,6	2,2	1,4	3,5	2,1	1,3
Mundo¹	0,0	5,0	-5,0	8,1	7,2	6,9

	No Vida					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	5,3	7,9	8,5	6,9	4,6	3,8
Eurozona						
Alemania	3,5	4,1	3,9	5,7	2,2	2,0
Francia	2,1	5,3	5,5	8,3	3,8	2,9
Italia	-1,8	2,9	6,4	7,0	3,5	2,9
España	1,1	3,3	5,1	6,8	4,3	3,4
Reino Unido	2,2	10,8	6,5	9,7	3,9	3,8
América Latina						
México	-0,8	10,9	7,7	12,9	8,7	7,8
Brasil	2,5	14,9	24,3	10,1	7,5	7,5
Argentina	44,3	51,1	89,4	72,5	75,5	37,6
Colombia	2,5	15,9	19,4	15,3	11,4	8,3
Chile	5,5	14,2	23,3	10,3	7,6	7,4
Perú	2,1	15,3	7,6	8,0	6,8	6,5
Emergentes europeos						
Turquía	17,3	29,4	137,0	77,6	62,1	36,9
Emergentes Asia Pacífico						
China	7,0	0,2	5,2	9,3	8,4	8,1
Indonesia	-8,7	8,5	19,9	6,5	4,2	4,2
Filipinas	-4,6	12,3	16,1	9,9	10,1	10,1
Japón	-0,8	-0,3	5,1	3,1	3,0	2,1
Mundo¹	6,3	5,9	3,2	7,1	5,3	4,6

Fuente: MAPFRE Economics

¹Previsiones de crecimiento nominal anual en USD
Fecha de cierre de previsiones: 19 enero 2024.

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

Índice de tablas, gráficas y recuadros

Tablas

Tabla 1.1.2	Economías seleccionadas: PMIs manufactureros	29
Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	37
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	39
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	41
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	43
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	45
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	48
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	50
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	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 2.2.2	Liquidez de las carteras de activos	83
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto (PIB)	89
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	90
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	91
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	91
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	91
Tabla B-1	Escenarios Base: primas de seguros	93

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Economías seleccionadas: índice de salarios	17
Gráfica 1.1.1-b	Estados Unidos y Eurozona: agregados monetarios	17
Gráfica 1.1.1-c	Estados Unidos: curva de Phillips	17
Gráfica 1.1.1-d	Estados Unidos: curva de Beveridge	17
Gráfica 1.1.1-e	Global: conflictos armados en curso	18
Gráfica 1.1.1-f	Mercados desarrollados: inflación	18
Gráfica 1.1.1-g	Mercados emergentes: inflación	18
Gráfica 1.1.1-h	Global: cadenas de suministro (1)	23
Gráfica 1.1.1-i	Global: cadenas de suministro (2)	23
Gráfica 1.1.1-j	Estados Unidos: tipos de interés y ciclos de inflación	23
Gráfica 1.1.1-k	Global: la incógnita fiscal	24
Gráfica 1.1.2-a	Global: crecimiento del PIB e inflación globales y contribución por regiones al crecimiento	28
Gráfica 1.1.2-b	Global: PMIs mercados avanzados y mercados emergentes	28
Gráfica 1.1.4-a	Balance de riesgos de corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales	32
Gráfica 1.1.4-b	Global: deuda por sectores	33
Gráfica 1.1.4-c	Global: elecciones (población que va a las urnas)	35
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: deuda federal	36
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: minusvalías no realizadas en manos de los bancos por inversiones en valores	36

Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	37
Gráfica 1.2.1-d	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	37
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	39
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	39
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: índice de producción industrial	40
Gráfica 1.2.2-d	Eurozona: préstamos a empresas no financieras	40
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	41
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	41
Gráfica 1.2.3-c	España: préstamos bancarios al sector privado	42
Gráfica 1.2.3-d	España: préstamos para hipotecas y reformas	42
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	43
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	43
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: índice de producción industrial (incluyendo construcción)	44
Gráfica 1.2.4-d	Alemania: índice de ventas al por menor (excluyendo autos)	44
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	45
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	45
Gráfica 1.2.5-c	Italia: masa monetaria (M2)	46
Gráfica 1.2.5-d	Italia: préstamos a hogares	46
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: inflación general	47
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: índice de ventas al por menor	47
Gráfica 1.2.6-c	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	48
Gráfica 1.2.6-d	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	48
Gráfica 1.2.7-a	Japón: inflación general	49
Gráfica 1.2.7-b	Japón: tipo de cambio	49
Gráfica 1.2.7-c	Japón: descomposición y previsiones del PIB	50
Gráfica 1.2.7-d	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	50
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: tipo de cambio	51
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: inflación general	51
Gráfica 1.2.8-c	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	52
Gráfica 1.2.8-d	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	52
Gráfica 1.2.9-a	México: tipo de cambio	53
Gráfica 1.2.9-b	México: remesas de migrantes	53
Gráfica 1.2.9-c	México: descomposición y previsiones del PIB	54
Gráfica 1.2.9-d	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	54
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: inflación vs tipo de interés oficial	55
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: tipo de cambio	55
Gráfica 1.2.10-c	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	56
Gráfica 1.2.10-d	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 1.2.11-c	Argentina: inflación	59
Gráfica 1.2.11-d	Argentina: tipo de cambio	59
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 1.2.12-c	China: índice de precios de la vivienda	61
Gráfica 1.2.12-d	China: índice de sentimiento en el sector inmobiliario	61
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 1.2.13-c	Indonesia: inflación general	63
Gráfica 1.2.13-d	Indonesia: exportaciones netas	63
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 1.2.14-c	Filipinas: inflación vs tipo de interés oficial	65
Gráfica 1.2.14-d	Filipinas: tipo de cambio	65
Gráfica 2.1.1-a	Global: crecimiento nominal de las primas	68

Gráfica 2.1.1-b	Global: contribución de los ramos de aseguramiento al crecimiento de las primas	68
Gráfica 2.1.1-c	Global: contribución al crecimiento de las primas Vida por regiones económicas	69
Gráfica 2.1.1-d	Global: contribución al crecimiento de las primas No Vida por regiones económicas	69
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	70
Gráfica 2.1.3	Alemania: crecimiento nominal de las primas	71
Gráfica 2.1.4	Italia: crecimiento nominal de las primas	72
Gráfica 2.1.5	España: crecimiento nominal de las primas	72
Gráfica 2.1.6-a	Reino Unido: crecimiento nominal de las primas	73
Gráfica 2.1.6-b	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo	74
Gráfica 2.1.7-a	Estados Unidos: crecimiento nominal de las primas	74
Gráfica 2.1.7-b	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	75
Gráfica 2.1.8-a	Brasil: crecimiento nominal de las primas	75
Gráfica 2.1.8-b	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	76
Gráfica 2.1.9-a	México: crecimiento nominal de las primas	76
Gráfica 2.1.9-b	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	77
Gráfica 2.1.10	Argentina: crecimiento nominal de las primas	77
Gráfica 2.1.11-a	Turquía: crecimiento nominal de las primas	78
Gráfica 2.1.11-b	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	78
Gráfica 2.1.12-a	China: crecimiento nominal de las primas	79
Gráfica 2.1.12-b	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	79
Gráfica 2.1.13-a	Japón: crecimiento nominal de las primas	80
Gráfica 2.1.13-b	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	80
Gráfica 2.1-14	Filipinas: crecimiento nominal de las primas	80

Recuadros

Recuadro 1.1.1-a	Análisis comparativo de riesgos globales	19
Recuadro 1.1.1-b	Actualización de política monetaria	25

Referencias

- 1/ Véase: MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE, pp. 18-27.
- 2/ Véanse: MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023: perspectivas hacia el segundo trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE; MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023: perspectivas hacia el tercer trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE, y MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023: perspectivas hacia el cuarto trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 3/ Alan S Blinder, "Landings, Soft and Hard: The Federal", *Journal of Economic Perspectives*, Volume 37, Number 1, Winter 2023.
- 4/ La narrativa optimista ve tensiones geopolíticas transitorias, desinflación certera, recuperación del consumo vía salarios reales y recortes de tipos de interés a tiempo para reforzar la salida cíclica, así como condiciones nuevamente favorables para financiar los desafíos a los que se enfrentan los gobiernos (transición energética, reorganización de las cadenas de suministro, envejecimiento, defensa, etc.).
- 5/ Abdelrahman, Hamza, and Luiz E. Oliveira. 2023c. "The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings", *FRBSF Economic Letter* 2023, 11, (May 8).
- 6/ Banco Central Europeo y KBA, Kraftfahrt-Bundesamt.
- 7/ La Gráfica 2.1.2 muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2022 así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de septiembre y diciembre de 2023. Pueden visualizarse otros meses y divisas en el gráfico interactivo. Véase: "Curvas EIOPA", en: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>.
- 8/ Swiss Re Institute (2023). *Insured losses from severe thunderstorms reach new all-time high of USD 60 billion in 2023, Swiss Re Institute estimates*. Press release.
- 9/ Munich Re (2024). *Record thunderstorm losses and deadly earthquakes: the natural disasters of 2023. Media information*.
- 10/ Swiss Re Institute (2023). *Insured losses from severe thunderstorms reach new all-time high of USD 60 billion in 2023, Swiss Re Institute estimates*. Press release.
- 11/ Fitch Ratings, Howden, Guy Carpenter, Gallagher Re.
- 12/ Análisis tomado de: EIOPA (2023), *Financial Stability Report*, June 2023.
- 13/ Los asegurados pagan las primas por adelantado y los pagos contractuales solo se efectúan si se produce un evento asegurado.
- 14/ Véase: EIOPA (2023), *Impacto de la inflación en el sector asegurador*, pp. 62-63. Disponible en: Impact of inflation on insurance sector.
- 15/ Los recortes aplicados a las clases de activos se inspiran en la clasificación HQLA utilizada en el sector bancario para calcular el LCR.
- 16/ Véase: <https://www.iaisweb.org/uploads/2023/12/Global-Insurance-Market-Report-2023.pdf>

Otros informes de MAPFRE Economics

- MAPFRE Economics (2023), *GIP-MAPFRE 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2023), *El mercado asegurador latinoamericano en 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2023), *El mercado español de seguros en 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2023), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2023), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2023), *Mercados inmobiliarios y sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2023), *Ahorro global e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Covid-19: un análisis preliminar de los impactos demográficos y sobre el sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Sistemas de pensiones en perspectiva global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 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), *Índice Global de Potencial Asegurador*, 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 está sujeto 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