



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2022:  
PERSPECTIVAS HACIA  
EL SEGUNDO TRIMESTRE

**MAPFRE** Σconomics



**Panorama económico  
y sectorial 2022:  
perspectivas hacia el  
segundo trimestre**

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

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

Citar como:

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

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

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

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

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

© De esta edición:

2022, Fundación MAPFRE  
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid  
[www.fundacionmapfre.org](http://www.fundacionmapfre.org)

Mayo, 2022.

## MAPFRE Economics

### **Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

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

### **Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

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

### **Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

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

### **José Brito Correia**

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

### **Begoña González García**

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

### **Isabel Carrasco Carrascal**

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

### **Fernando Mateo Calle**

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

### **Rafael Izquierdo Carrasco**

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

### **Eduardo García Castro**

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

### **Johannes Ricardo Rojas Díaz**

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

Vicente Balmaseda del Campo

Álvaro Guillén Marín

David Esteban Montes Rojas

Gadea Ibáñez Franco

Giovanni Di Plácido Montilla

Marta Seijas Cabezón



# Contenido

<b>Resumen ejecutivo</b> .....	9
<b>1. Panorama económico</b>	
1.1 El panorama económico global .....	13
1.1.1 Incertidumbre renovada en un contexto geopolítico de tensiones . . .	13
1.1.2 Balance de riesgos .....	34
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	39
1.2.1 Estados Unidos .....	39
1.2.2 Eurozona .....	41
1.2.3 España .....	43
1.2.4 Alemania .....	45
1.2.5 Italia .....	47
1.2.6 Reino Unido .....	50
1.2.7 Japón .....	52
1.2.8 Turquía .....	54
1.2.9 México .....	56
1.2.10 Brasil .....	58
1.2.11 Argentina .....	60
1.2.12 China .....	63
1.2.13 Indonesia .....	65
1.2.14 Filipinas .....	67

<b>2. Panorama sectorial</b>	
2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora .....	71
2.1.1 Mercados globales .....	71
2.1.2 Eurozona .....	76
2.1.3 Alemania .....	77
2.1.4 Italia .....	78
2.1.5 España .....	78
2.1.6 Reino Unido .....	79
2.1.7 Estados Unidos .....	80
2.1.8 Brasil .....	81
2.1.9 México .....	82
2.1.10 Argentina .....	83
2.1.11 Turquía .....	84
2.1.12 China .....	84
2.1.13 Japón .....	85
2.1.14 Filipinas .....	86
2.1.15 Reaseguro .....	86
2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión . . .	87

<b>Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas</b> .....	89
<b>Índice de gráficas, tablas y recuadros</b> .....	93
<b>Referencias</b> .....	97



# Resumen ejecutivo

## Panorama económico y sectorial 2022: perspectivas hacia el segundo trimestre

### Panorama económico

Tras los avances en el control de la pandemia del Covid-19, a inicios de 2022 la economía global mostraba, aunque de forma moderada, tasas de crecimiento positivas. En el entorno que se observaba al inicio del año, había varios condicionantes para la recuperación económica global; entre otros: la nueva variante del virus Ómicron, que gracias a la experiencia acumulada por olas anteriores, así como a la efectividad de las vacunas y tratamientos, hicieron que esta nueva fase de la enfermedad pudiera comenzar a tratarse con un carácter más endémico y normalizado; las tasas de inflación elevadas y persistentes; y unas cadenas de suministros que, aunque continuaban lastrando el desequilibrio entre la oferta y la demanda, mostraban cierta mejora.

No obstante, debido al conflicto entre Rusia y Ucrania, el panorama de previsiones de crecimiento a nivel global se ha visto afectado de manera significativa, sufriendo un deterioro destacable. Los precios de las materias primas globales se han recrudecido principalmente en el ámbito de la energía, en los derivados del petróleo y alimentos, elevando el riesgo de disrupción económica, aunque con ciertas divergencias por

regiones. Esto implicará mayores riesgos sobre la capacidad productiva y el crecimiento, y elevará el riesgo de inflación.

La Eurozona, por su proximidad al conflicto, por la necesidad de afrontar los flujos de refugiados y por su elevada dependencia energética de Rusia, entre otros factores, sufrirá un mayor impacto económico. En este contexto, se ha rebajado la estimación de crecimiento económico de la Eurozona al 2,9% en 2022 (desde 3,9% previo), manteniéndose un 2,7% para 2023, y con una previsión de inflación en aumento del 5,5 % en el último trimestre del año.

Por su parte, la economía de los Estados Unidos, a pesar de contar con autosuficiencia energética y mantener un limitado vínculo comercial con Rusia, la economía estadounidense no es inmune a la revisión a la baja de los niveles de actividad dada la interconexión más amplia con la economía global, a su dependencia a unas cadenas de suministro aún frágiles, a unas presiones inflacionistas más generalizadas, entre otros. Por ello, se plantea una previsión de crecimiento del PIB de 3,2% y 1,7% para 2022 y 2023, rebajadas desde 4,0% y 2,5% del informe previo, y una estimación de inflación promedio para el último trimestre de 2022 del 6,9%.

En lo que se refiere a los mercados emergentes, estos se enfrentan a un impacto más fragmentado, positivo para las economías que exportan

materias primas como el petróleo, metales, ciertos alimentos, etc., y negativo para las economías emergentes fundamentalmente manufactureras, que se enfrentan a unos precios elevados en su capacidad productiva.

De esta forma, conforme al *escenario base* considerado en este informe la previsión de crecimiento del PIB global sería del 3,6% en 2022 y en 2023 y una inflación (promedio del último trimestre del año) que se situaría en 6,8% y 4,1% para el 2022 y 2023, respectivamente. En contraposición, se observa en el *escenario estresado* (de naturaleza más pesimista) una situación más cercana a una situación de estanflación, donde se prevé un crecimiento económico global del 3,2% y 2,6% para 2022 y 2023, respectivamente, y un pronóstico de inflación (promedio del último trimestre del año) del 7,8% y 4,3% para cada uno de esos años. Por último, se presenta en este informe un *escenario de shock* (de menor probabilidad y mayor impacto), en el que, para los años 2022 y 2023, la previsión del PIB sería del 0,8% y 0,5% y la inflación promedio del último trimestre del año del 9,0% y 6,2%, respectivamente.

### Panorama sectorial

El conflicto en Ucrania y las sanciones impuestas a Rusia han venido a complicar el panorama para el desarrollo de los mercados aseguradores a nivel global, los cuales enfrentan una desaceleración en el crecimiento económico y una inflación mayor y más persistente de lo previsto, en un entorno de elevada incertidumbre y mayor volatilidad en los mercados financieros. Así, algunos de los principales problemas generados por el proceso de reapertura económica tras las peores fases de la pandemia, en lugar de corregirse, han venido a agravarse a consecuencia de la guerra.

Todos estos factores están ensombreciendo el panorama para el desarrollo del negocio y la rentabilidad del sector asegurador en 2022, en un entorno en el que la inflación erosiona los márgenes

empresariales y el poder adquisitivo de los hogares, lo que hace complicado trasladar a los precios de los seguros el aumento de los costes de las reclamaciones. Las disrupciones en las cadenas de suministros continúan afectando a ciertas líneas de negocio, como es el caso del ramo del seguro de autos, en el que este fenómeno económico está lastrando las nuevas matriculaciones de vehículos. Asimismo, la volatilidad y las correcciones tanto en el mercado de bonos como en los principales índices de renta variable pueden afectar de forma negativa al balance y a la posición de solvencia de aquellas entidades aseguradoras que no hayan gestionado adecuadamente estos riesgos.

No obstante, en el lado positivo, el volumen de negocio en algunas líneas de actividad como los seguros de salud y de Vida riesgo siguen viéndose beneficiados por una mayor sensibilidad al riesgo de enfermedad y fallecimiento, a consecuencia de la pandemia y de la guerra, especialmente en los mercados donde los sistemas sanitarios públicos son más débiles o continúan saturados. Otros segmentos de negocio importantes, como son los multirriesgo relacionados con la propiedad, el comercio o la industria, siguen mostrando la resiliencia característica ante este tipo de situaciones.

Por otro lado, la persistencia de una inflación más alta de lo previsto está motivando un endurecimiento de la política monetaria en la mayor parte de los mercados tanto desarrollados como emergentes, lo que favorecerá el desarrollo de los seguros de Vida vinculados al ahorro y rentas vitalicias tradicionales, aunque en muchos mercados persisten situaciones de tipos de interés reales negativos, unidas a una inflación más alta y duradera de lo esperado, lo que puede erosionar la capacidad de ahorro de los hogares, reduciendo la demanda de este tipo de productos.

En cuanto al panorama para los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los retrocesos y la alta volatilidad de los mercados de valores crean un entorno más complejo para su

comercialización, lo que obligará a las entidades aseguradoras a adaptar sus productos a un nuevo contexto en el que los tipos de interés libres de riesgo y las primas de riesgo en la renta fija se están elevando por la mayor incertidumbre económica y la retirada de los estímulos monetarios por parte de los bancos centrales, con unos diferenciales más alineados al riesgo de crédito de las emisiones. De esta forma, el negocio de los seguros de Vida inversión afronta un panorama más complejo en el que, sin duda, el mercado de bonos soberanos y corporativos irá adquiriendo un mayor protagonismo.



# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global

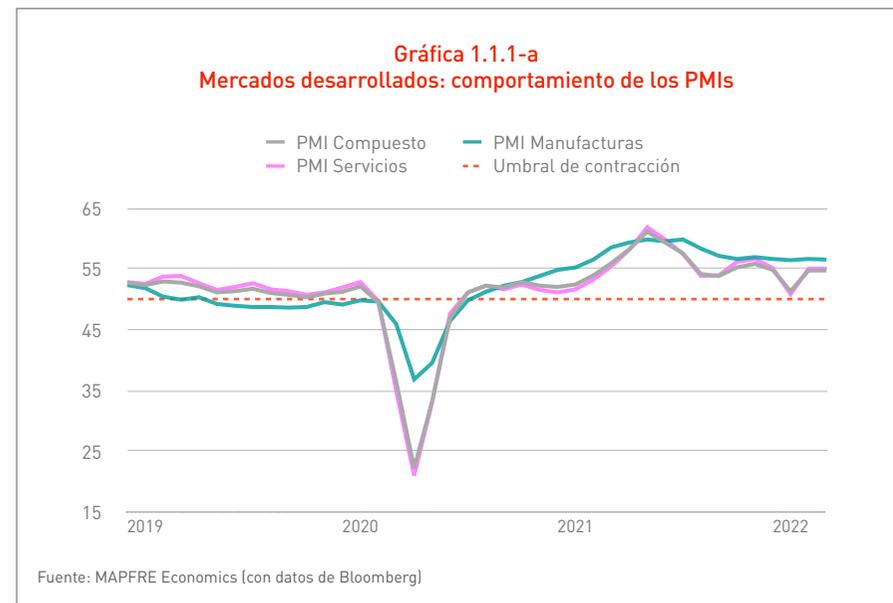
### 1.1.1 Incertidumbre renovada en un contexto geopolítico de tensiones

#### La visión al inicio de 2022

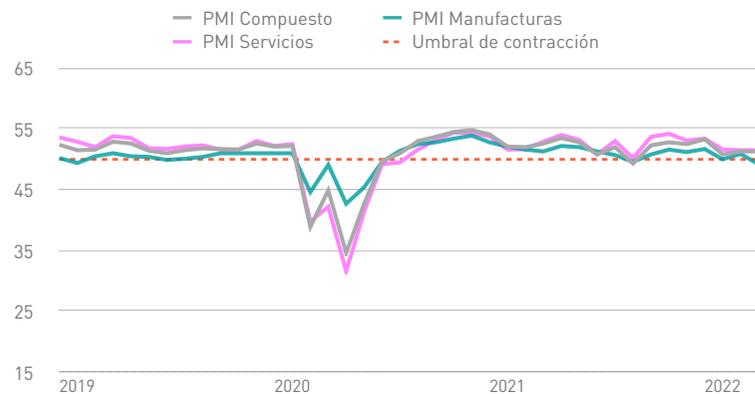
El inicio de 2022 estuvo marcado por una continuación de la senda de recuperación de la economía global (véanse las Gráficas 1.1.1-a y 1.1.1-b), con tasas de crecimiento positivas que, si bien consolidaban la tendencia de recuperación previa a partir de los avances en el control de la pandemia del Covid-19 tanto en los países desarrollados como en los emergentes (véanse las Gráficas 1.1.1-c y 1.1.1-d), mostraban signos más evidentes de moderación. En ese momento, la recuperación se hallaba condicionada por factores tales como: (i) la eventual recirculación del virus (bajo la variante Ómicron) y el restablecimiento de medidas de distanciamiento social, (ii) unas cadenas de suministro que, aún mostrando ciertos signos de mejoría, continuaban lastrando el desequilibrio entre oferta y demanda, y (iii) unas tasas de inflación más elevadas y persistentes las cuales comenzaban a penalizar los ingresos reales.

A lo largo del primer trimestre del año, el condicionante epidemiológico ha mostrado ser relativamente benigno para la actividad económica

debido a la experiencia acumulada de olas anteriores, la efectividad de las vacunas y tratamientos, y un comportamiento de alta intensidad y baja duración que invita al optimismo de afrontar una fase de la enfermedad con un carácter más endémico y normalizado. En lo que respecta al *shock* de oferta y los cuellos de botella, estos han mantenido las asimetrías preexistentes, con ciertos signos de mejora y descongestión por el lado de



**Gráfica 1.1.1-b**  
 **Mercados emergentes: comportamiento de los PMIs**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.1-d**  
 **Desarrollados y emergentes: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción**



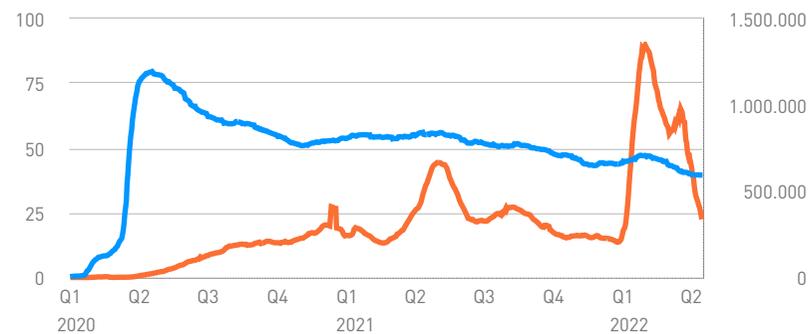
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

**Gráfica 1.1.1-c**  
 **Global: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford)

**PAÍSES EMERGENTES**



ciertas ramas de las manufacturas y el transporte, aunque lejos aún de retomar la normalidad. Por último, el condicionante de precios continuó con la tendencia de presiones al alza, con una base de productos más amplia y persistente que sirve de justificación para abordar el cambio hacia unas políticas monetaria y fiscal más estrictas.

### El condicionante geopolítico

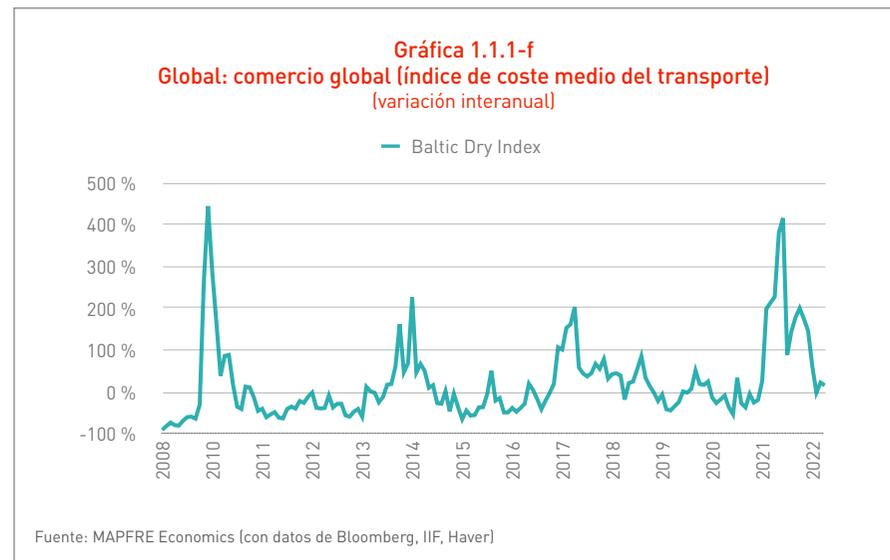
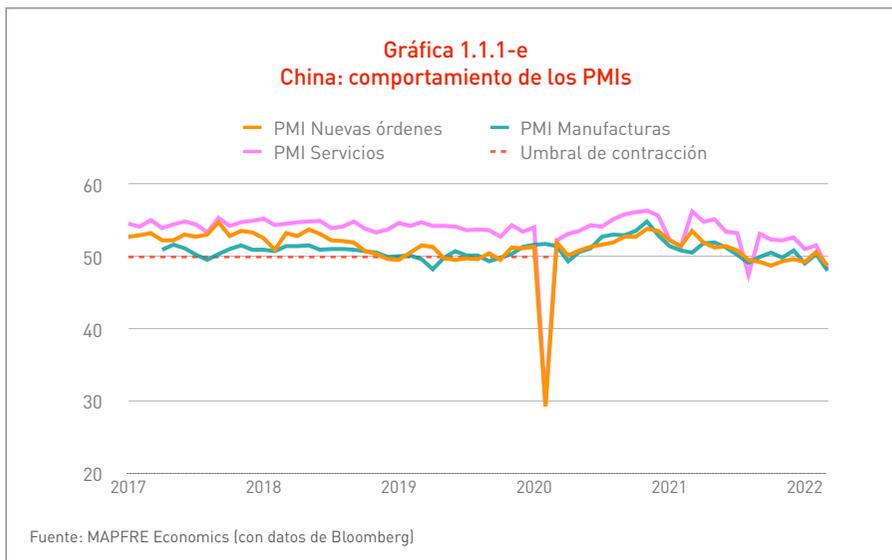
No obstante, durante el primer trimestre del año se presentó la irrupción de un nuevo condicionante para los niveles de actividad económica: el inicio de la invasión a Ucrania por parte de Rusia. Con este nuevo condicionante geopolítico que ha profundizado el *shock* de oferta, el panorama de previsiones de crecimiento apunta a un deterioro destacable en el nivel global de actividad económica y a un aumento de las presiones sobre los precios, aunque con divergencias por regiones, que desplazaría el corredor de previsiones hacia un *escenario base* de actividad global a la baja e inflación al alza (3,6% de crecimiento y 6,8% de inflación promedio en el último trimestre, respectivamente, en 2022, frente al 4,8% y 3,8% anteriores), un *escenario estresado* de riesgo más amplio cercano a la estanflación con un recorte adicional de 4 décimas al PIB y el aumento de la dinámica inflacionista (3,2% y 7,8% para 2022, en cada caso) y, en última instancia, aunque con todavía baja probabilidad, un *escenario de shock* que incluye el riesgo de recesión con previsiones de crecimiento del PIB e inflación en 2022 del 0,8% y 9,0%, respectivamente (véanse las Tablas A-1 y A-2 en el Apéndice de este informe).

En este sentido, la Eurozona se espera sufra el mayor impacto con un crecimiento esperado del 2,9% en 2022 y una inflación en aumento (5,2% en media y 3,8% en el último trimestre del año). Entre los condicionantes para la revisión a la baja se encuentran su proximidad al conflicto, la necesidad de dotar de mecanismos de cohesión para afrontar los flujos de refugiados, una estrecha relación en términos de relaciones comerciales y, de forma más inmediata y palpable, su elevada dependencia energética (aún desligada de las sanciones de SWIFT impuestas a Rusia). Con esto, la

segunda ronda de presiones en los precios sería más inmediata, el impacto directo sobre márgenes empresariales más acusado, especialmente en aquellos con alta dependencia a los flujos de gas, y mayor también su canalización hacia el consumidor final, que incrementaría el riesgo de efectos de segunda ronda sobre los precios con un anclaje en expectativas más elevadas a mayor plazo.

En el caso de la economía de los Estados Unidos (con una previsión de crecimiento del PIB del 3,2% para 2022 frente al 4,0% anterior), su autosuficiencia energética, el limitado vínculo comercial con Rusia y un mercado laboral sólido, dotan de una resiliencia mayor de lo anticipado a un consumo en claro deterioro en términos reales. A pesar de ello, la economía estadounidense no es inmune a la revisión a la baja de los niveles de actividad dada la interconexión más amplia, en términos de desempeño global agregado, su dependencia a unas cadenas de suministro en líneas generales aún frágiles, unas presiones inflacionistas más generalizadas, y a una política monetaria en endurecimiento en cuanto a los tipos de interés y que tempranamente tomará la primera reducción por el lado del balance.

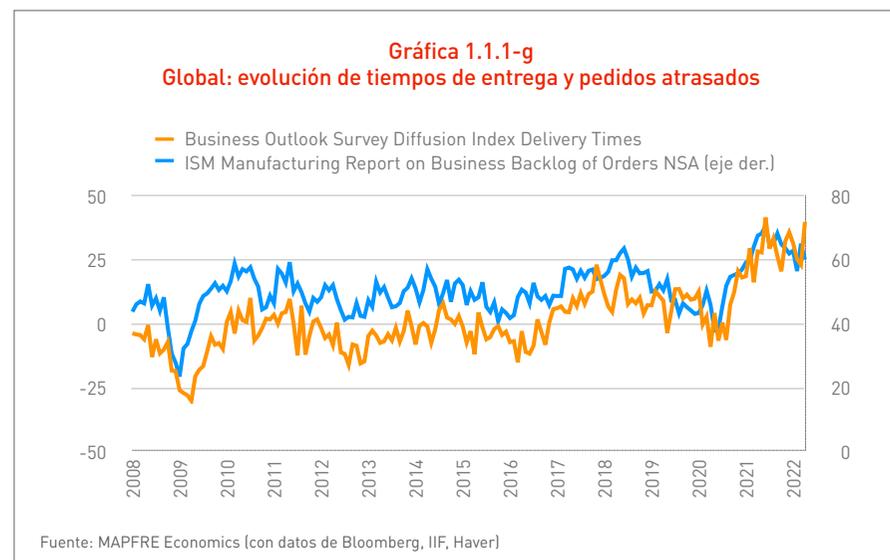
Por último, aunque con lazos menos estrechos y dependientes, los mercados emergentes se enfrentan a un impacto más fragmentado: *positivo* para aquellas economías exportadoras de materias primas como el petróleo y derivados, metales y ciertos alimentos, entre otros, y *negativo* para aquellas economías emergentes intensivas en manufacturas que afrontan estos elevados precios en su capacidad productiva. En el caso particular de China (con una nueva previsión de crecimiento económico del 4,8% para 2022 frente a 5,0% anterior) y ciertos satélites intensivos de la industria asiática, se suma tanto el riesgo de las sanciones directas que podrían amplificar el problema, como el entorno de la política de tolerancia cero ante la pandemia que está provocando nuevos confinamientos en ciudades como Shanghai, Changchun, Jilin, Shenzhen y Langfangy, agravando con ello los cuellos de botella de origen asiático que, dada su relevancia global, exacerbarían el *shock* de oferta y, con ello, el riesgo de estanflación (véase la Gráfica 1.1.1-e).



### Los canales de transmisión del condicionante geopolítico

El conflicto entre Rusia y Ucrania, iniciado con la invasión rusa el pasado 24 de febrero (véase el Recuadro 1.1.1-a), se ha trasladado de forma inmediata a los precios de las materias primas globales, recrudeciendo el repunte histórico que los insumos venían registrando anteriormente, principalmente en el ámbito de la energía, derivados del petróleo y alimentos, y elevando de forma general el riesgo de disrupción económica, aunque con ciertas divergencias por regiones. En líneas generales, este nuevo condicionante geopolítico implica mayores riesgos sobre la capacidad productiva y eleva el riesgo de inflación (véanse las Gráficas 1.1.1-f a 1.1.1-k).

Por otra parte, este evento geopolítico sirvió de catalizador a la aversión al riesgo de forma intensa, con correcciones generalizadas en los mercados



**Recuadro 1.1.1-a**  
**El conflicto en Ucrania: contexto geopolítico y visión de largo plazo**

El mundo, y en especial Europa, se enfrenta a retos estratégicos con consecuencias potencialmente relevantes para el medio y largo plazos. A nadie escapa que la invasión rusa a Ucrania trasciende a la tragedia del país y hace visibles conflictos no resueltos con las convulsiones del último cuarto del siglo XX. En este sentido, Rusia no asumió las fronteras que resultaron del colapso de la Unión Soviética, y China no buscaba solamente crecer como un coloso exportador de artículos bajo valor añadido. Contra ello, Rusia se mantuvo a la expectativa en la República Srpska, Transnistria, Donbass, Georgia, y tantos otros territorios más, esperando el momento para recuperar fronteras. Por su parte, China entró en Occidente a través de la Organización Mundial de Comercio (OMC), sin tener que responder preguntas sobre ética y con el propósito tácito de recuperar lo perdido durante sus *100 años de humillación*, Taiwán incluido.

A finales de la segunda década del siglo XXI, con la “disidencia” respecto al modelo europeo impulsada por el Brexit, por una sociedad cada vez más desigual y doblemente fustigada por el Covid-19, con las vulnerabilidades adquiridas (deuda, comerciales y energéticas), con las relaciones debilitadas con los co-artífices del modelo de postguerra y el cambio de guardia en el liderazgo de la Eurozona (Juncker, Draghi, Merkel, Von der Leyen, Borrell, Lagarde), parece haberse creado el mejor momento para una suerte de revancha compartida por dos socios circunstanciales como son China y Rusia. Este aparente acuerdo se construye como una alianza que aprovecha una debilidad secular del Occidente y aparentes intereses compartidos por un creciente grupo de líderes orientales de postura dura. A pesar de que algunos detalles fácticos parecieran respaldar que efectivamente es su momento, algunos otros también podrían anticipar que al final del camino tampoco existe tal destino compartido.

A raíz de la invasión a Ucrania, Rusia enfrenta sanciones oficiales y no oficiales del mundo que afectan el lado real de su economía, pero consigue mantener la guerra financiada y los términos nominales de su economía estables gracias al esquema gas-rublo-divisa estructurado por GazpromBank, el Banco Central, la Eurozona y China, fundamentalmente. La dependencia energética de Europa es el mejor instrumento de *deterrence* de V. Putin y la dependencia comercial de China de Europa el mejor bálsamo para apaciguarlo en los momentos más frenéticos. Así, China puede pasar de largo con una Rusia hundida económicamente, pero no con una Europa en estanflación. El hecho es que esas dos fuerzas mantienen las placas continentales aún en su sitio.

Rusia contaba con un Occidente fracturado, y no ha sido así. El “*strategic challenge*” (Merkel *dixit*) que suponía China luego la pandemia del Covid-19, y ahora con el conflicto en Ucrania, ha puesto en guardia a Occidente, tal y como se desprendió de la última reunión de seguridad de Munich. La Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) y las funciones de seguridad y diplomacia exteriores recuperan habilidades no vistas (en ambos casos) desde tiempos de Javier Solana, lo cual se plasma en la hoja de ruta de la estrategia y defensa Europa en el *Strategic Compass* (publicado hace unos meses) y las bases de la Fuerza de Defensa Europea. Esto ocurre, además, en un contexto de mutualización sin complejos del esfuerzo europeo, claramente escenificado con el NextGenEU, sus planes de financiación, el recurso a este para defensa y la vuelta al debate de un tesoro europeo. Es decir, al contrario de lo que íntimamente se creía en Rusia y China, los problemas de los últimos cinco años han generado una alianza atlántica más fuerte y una Unión Europea que tiene más claras sus prioridades y destino común.

**Recuadro 1.1.1-a (continuación)**  
**El conflicto en Ucrania: contexto geopolítico y visión de largo plazo**

Otro cálculo que podría haber sido erróneo por parte de V. Putin, y que le pasará factura a medida que su desgaste también aumente, es el de las alianzas regionales. Rusia contaba con dos socios naturales en su aventura bélica: Turquía y China. Ambos, más por necesidad que por visión compartida del mundo, pero ambos también con una hoja de ruta propia que prevalece sobre el resto de los intereses, máxime siendo el fin último la prevalencia de Rusia. De una parte, Turquía es la segunda fuerza militar de la OTAN, y su vínculo con Rusia nace de la energía y el turismo a partes iguales. Por ello, necesita balancear sus intereses y vínculos con Rusia para estabilizar su moneda y su cuenta corriente sin pasar por una recesión profunda antes de 2023, fecha en que se renueva la definición de la réplica turca. R. Erdogan, aunque podría perder las próximas elecciones,

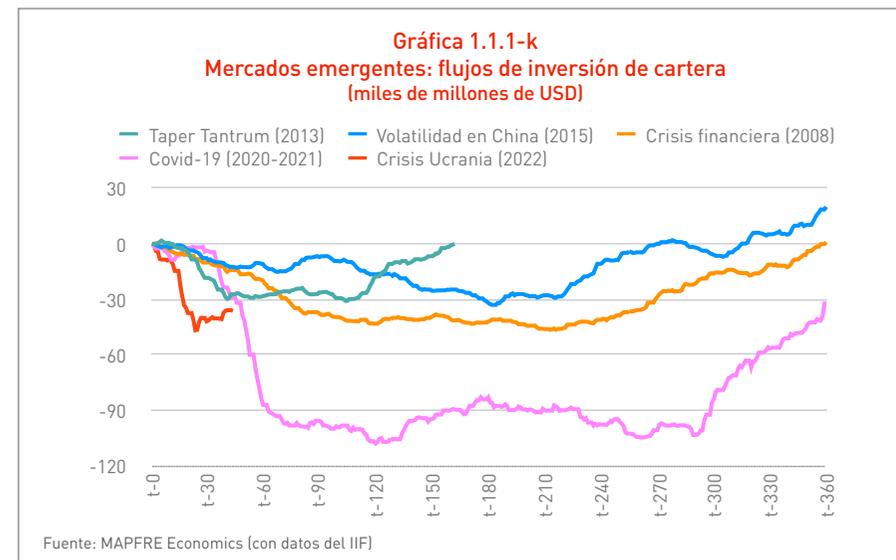
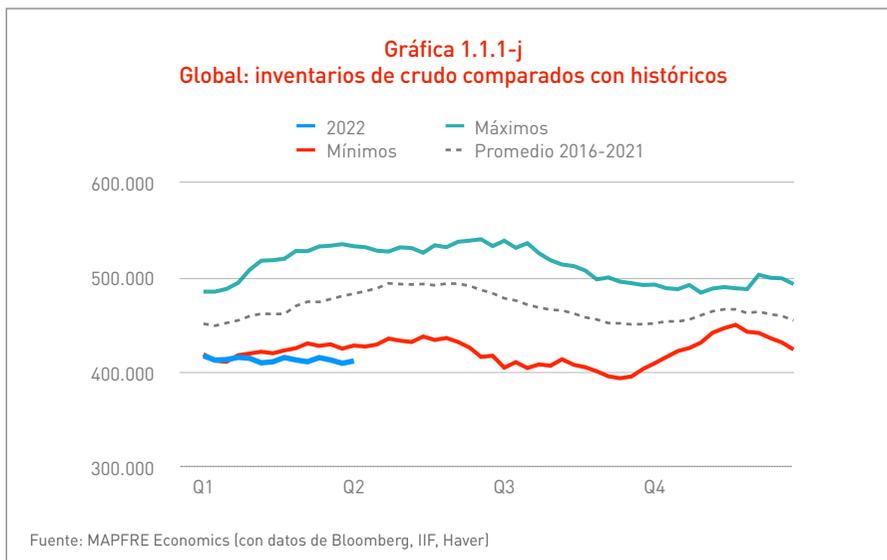
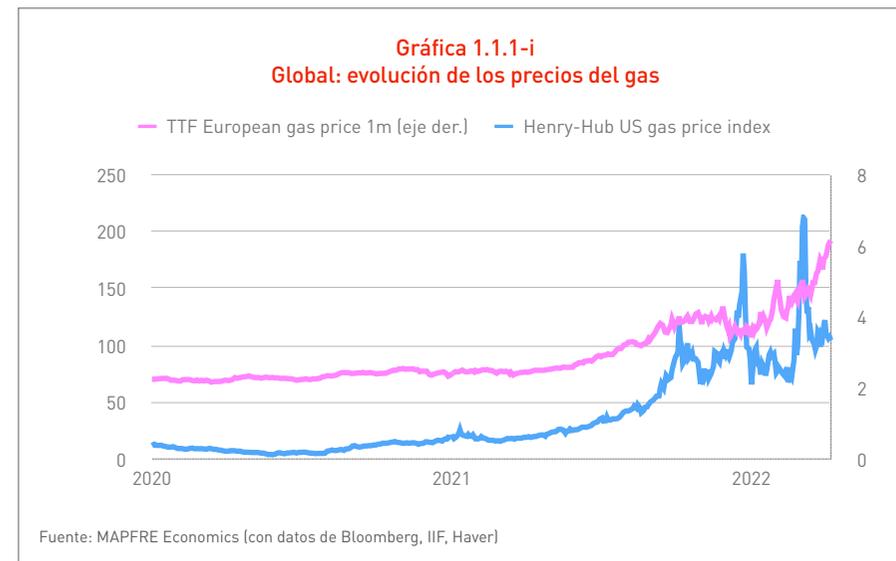
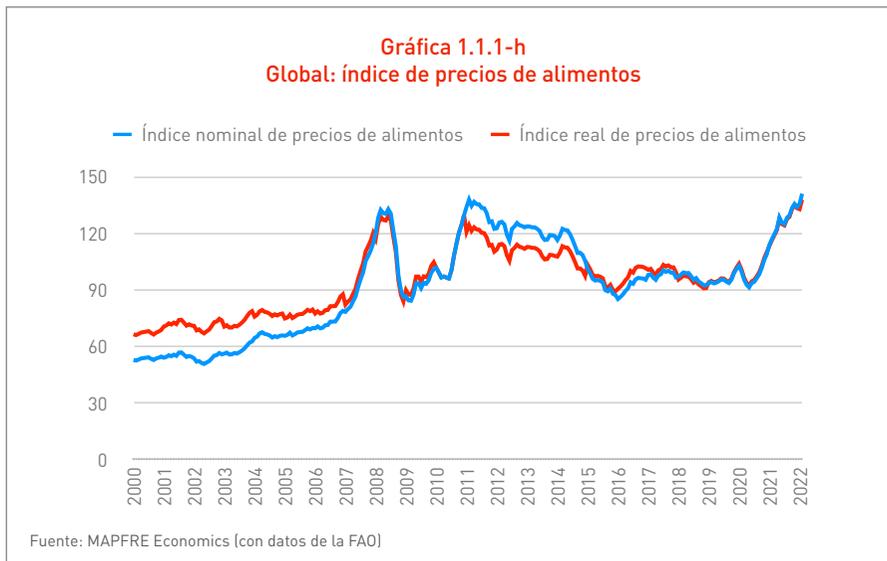
buscará pasar a la historia de otra manera que no sea sumiendo a Turquía en una recesión profunda y deshaciendo los vínculos con su socio natural europeo. Y, de otra parte, China se consolida como adalid de la equidistancia en temas políticos, sin condenar, pero sin verbalmente animar más a Putin en su guerra. La razón es, como se ha señalado antes, que necesita a Europa y tampoco desea consolidar su dominio como un líder apóstata de los valores que públicamente defiende.

Así, es de esperar que el conflicto en Ucrania, en el peor de los casos, se enquistará porque la resistencia local que ha encontrado Rusia es mucho mayor de lo anticipado y el contexto global de intereses y alianzas no es tan benigno como aparentemente ese país suponía.

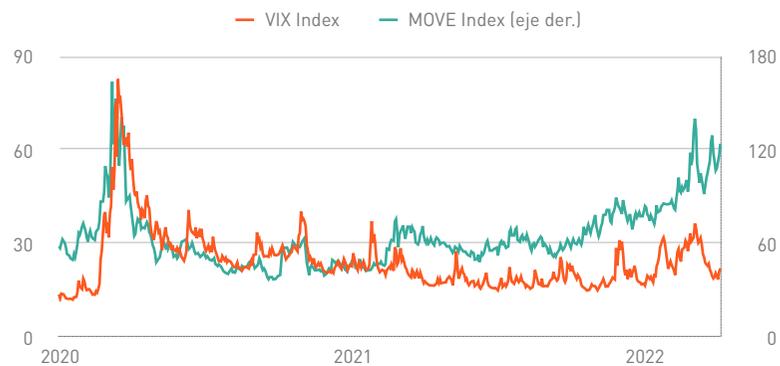
de renta variable, una extensión del movimiento a los diferenciales de crédito y cierto refugio en bonos y monedas fuertes. Si bien el *shock* inicial fue de intensidad elevada, tal como refleja el VIX, a medida que el flujo de noticias se normalizaba y las sanciones económicas se detallaban, la menor incertidumbre ha dado lugar a una situación más estable en las últimas semanas, aunque no exenta del riesgo de nuevos eventos de similar calado agravada por unas condiciones financieras menos benignas (véanse las Gráficas 1.1.1-l y 1.1.1-m).

Este *shock* ha llegado en un momento en el que las políticas económicas ya comenzaban a girar desde el entorno ampliamente acomodaticio que se generalizó durante la crisis de la pandemia, hacia un enfoque de mayor endurecimiento, todavía en su etapa inicial en los mercados desarrollados y en una fase mucho más avanzada en la mayoría de los mercados

emergentes (véanse los Recuadros 1.1.1-b, 1.1.1-c y 1.1.1-d). De igual forma, aunque con cierto rezago respecto al canal de los precios de los insumos básicos y la energía, es previsible un deterioro que comience a afectar los márgenes empresariales y, en segundo lugar, a repercutir en el consumidor final en un intento adicional de traslación de costes, lo que daría como resultado una segunda ronda de precios más elevados, efectos base menos intensos y expectativas de inflación mayores y más duraderas. Ante tal dinámica, y dado el riesgo de desembocar en una posible destrucción de demanda, los articuladores de políticas económicas se encuentran en una delicada situación de respuesta. De un lado, se presenta la necesidad de recuperar los márgenes fiscal y monetario, así como combatir tasas de inflación históricamente elevadas mediante políticas de corte más ortodoxo; y de otro lado, la de dilatar el proceso y retomar la amortiguación fiscal ante el escenario actual de

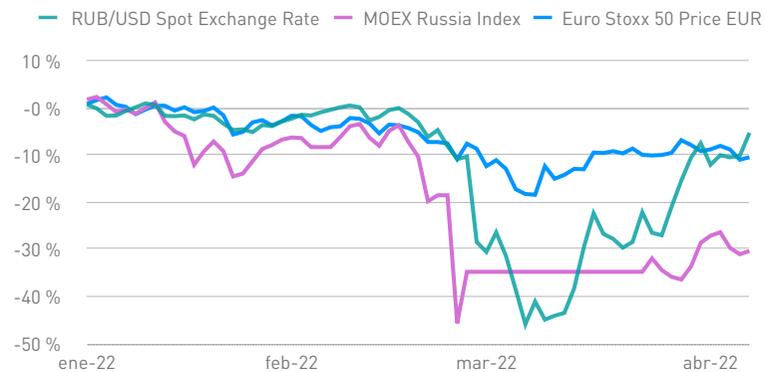


**Gráfica 1.1.1-l**  
Global: evolución de la volatilidad



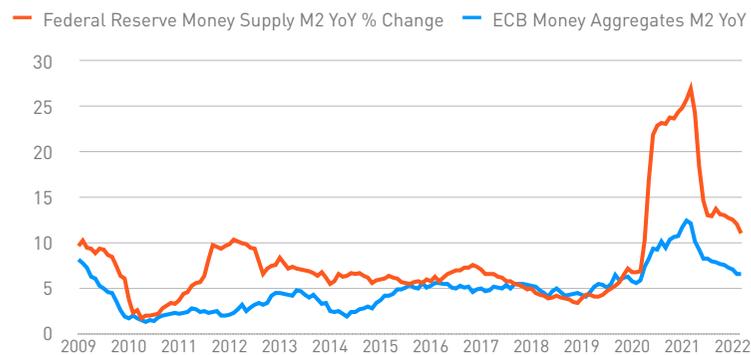
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.1-m**  
Europa y Rusia: variación de índices bursátiles y tipo de cambio



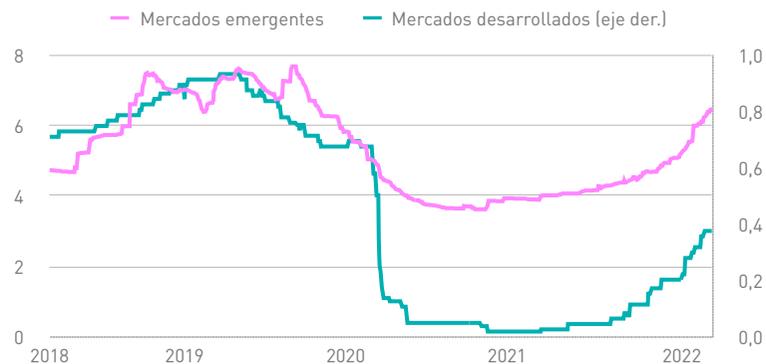
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.1-n**  
Estados Unidos y Eurozona: evolución de agregados monetarios (M2)

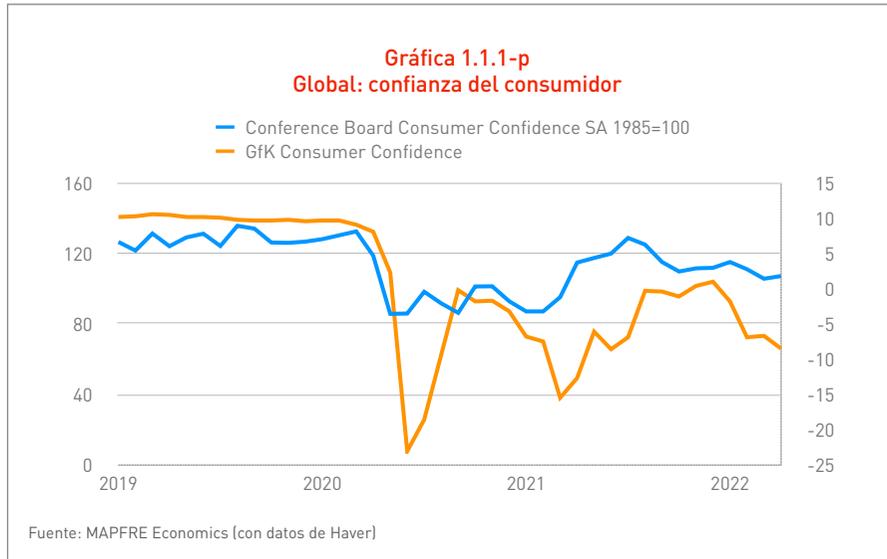


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

**Gráfica 1.1.1-o**  
Mercados desarrollados y emergentes: tipos de interés oficiales (promedio, %)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS)



deterioro de la actividad e implicaciones en los precios. Tanto es así que una pausa en la normalización o expansiones fiscales adicionales podrían retroalimentar el problema, tal como sucedió con los cuellos de botella iniciales cuya ignición se apoyó en una demanda estimulada fiscal y monetariamente (véanse las Gráficas 1.1.1-n a 1.1.1-p).

### Las perspectivas en la visión central

En el actual punto de inflexión, la dinámica de la actividad económica global se encuentra afectada por este nuevo condicionante geopolítico que implica la posibilidad de acciones desconocidas, rápida escalada, difícil solución y con potencial para desembocar en eventos de riesgo sistémico que deterioren el escenario de previsiones vía otros canales. Si bien, y en línea con lo que hemos planteado en informes anteriores<sup>1</sup>, el *escenario base* cuenta con la base amplia de probabilidades y el *escenario estresado* (alternativo) presenta un enfoque de estrés derivado del mismo, se analiza

también un escenario adicional apalancado en la posibilidad de un conflicto más amplio basado en dinámicas que, a pesar de encontrarse dentro de los riesgos de cola, tendrían el potencial suficiente para desembocar en una recesión global en 2023 (*escenario de shock*).

### Escenario base

Para efectos de este informe, en el *escenario base* se espera (al menos por el momento) un impacto mínimo por el lado de la pandemia, considerando que se ha alcanzado una inmunidad colectiva robusta, el mantenimiento de restricciones selectivas y de bajo impacto, así como un proceso de transición de fase pandémica a endémica orientado a no dañar la actividad económica. Por el lado del condicionante geopolítico, el eje principal se sustenta en un impacto moderado en el crecimiento económico bajo el supuesto de un conflicto limitado en el tiempo, unas sanciones consistentes con las ya establecidas que perduran más allá de 2022 (las sanciones de Rusia no desaparecerán incluso con un alto el fuego), y un efecto directo sobre el comercio y, a su vez, sobre los precios de las materias primas energéticas y no energéticas que reducen el desempeño económico al tiempo que los precios repuntan notablemente.

Bajo este *escenario base*, los precios del petróleo y gas permanecen por encima de los 100 USD/b durante todo 2022 (frente a 85 USD/b del informe anterior), pasando a asentarse en el entorno de los 90SD/b entrado 2023 y dirigiendo la senda convergente de largo plazo a partir de 2024 que sostendría precios potenciales por encima del periodo pre-conflicto. Para el caso del gas y el agregado de *commodities* más amplio, la senda de normalización se anticipa similar, no exenta de volatilidad subyacente, aunque con implicaciones de largo plazo más cercanas a su tendencia anterior a partir de 2024.

Por el lado de la inflación y la función de reacción de los bancos centrales, el alza en los precios permanece de forma más persistente durante todo 2022, dando paso a comienzos de 2023 a una reversión progresiva hacia el

### Recuadro 1.1.1-b Actualización de política monetaria: Banco Central Europeo

#### Banco Central Europeo

En su reunión del pasado 10 de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que los tipos de interés se mantendrán constantes (0% en operaciones principales de financiación y -0,5% en facilidad de depósito). Respecto al programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), el BCE ha confirmado que pondrá fin a las compras netas a final de marzo, si bien la reinversión al vencimiento se mantendrá al menos hasta finales de 2024. En cuanto al programa de compras convencionales (APP), el Consejo de Gobierno ha revisado el plan de compras para los próximos meses. Las compras netas mensuales en el marco del APP tendrán un importe de 40.000 millones de euros en abril, 30.000 millones de euros en mayo y 20.000 millones de euros en junio. La calibración de las compras netas para el tercer trimestre dependerá de los datos y reflejará la evolución de su evaluación de las perspectivas (véase la Gráfica A).

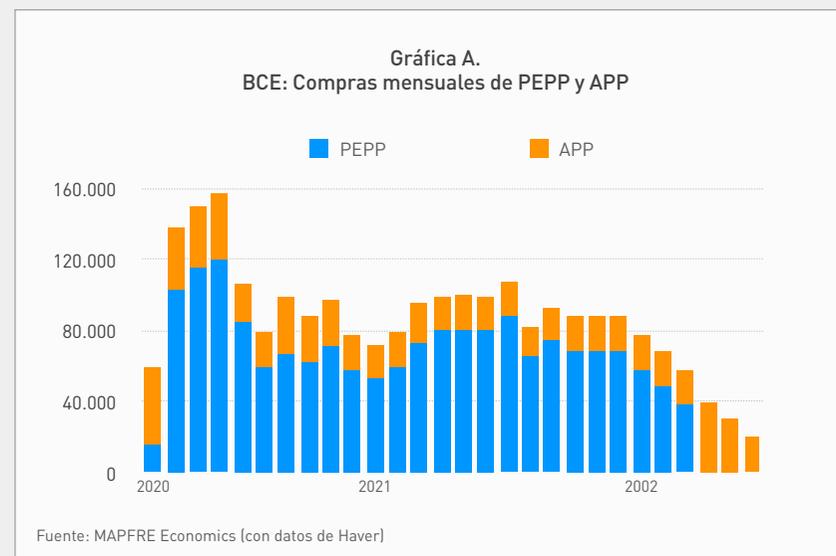
En cuanto a las operaciones de financiación de largo plazo (TLTRO), en su tercer formato se mantienen según calendario, cuya finalización está programada para junio, asegurando que el vencimiento de estas no obstaculice la transmisión fluida de su política monetaria. Por último, motivado por “el entorno de gran incertidumbre provocado por la invasión rusa de Ucrania”, el BCE decidió prorrogar la línea de repos del Eurosistema para bancos centrales (EUREP) hasta el 15 de enero de 2023.

En el plano macroeconómico, el BCE presentó una nueva línea de previsiones, incorporando los recientes acontecimientos geopolíticos, con una revisión a la baja en términos del PIB, situándolas en el 3,7% para 2022 y el 2,8% el

2023 (frente al 4,2% y 2,9% anteriores), y significativamente al alza en la inflación esperada, la cual se ubicaría en el 5,1% en 2022 y 2,1% en 2023 (frente a las previsiones anteriores del 3,2% y 1,8%, respectivamente).

#### Shock energético

La intervención militar de Rusia en Ucrania, iniciada a 24 de febrero, ha provocado una convulsión en los mercados en general, pero especialmente



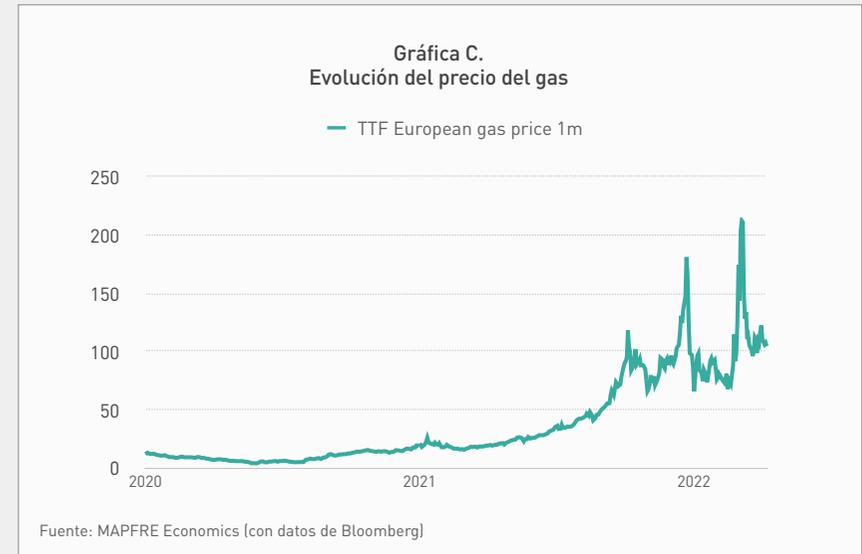
**Recuadro 1.1.1-b (continuación)**  
**Actualización de política monetaria: Banco Central Europeo**

en el sector de la energía (Brent, +54%; Gas natural, +98%), los productos agrícolas (Maíz, +30%; Trigo, +60%; Soja, +32%), los metales (Oro, +13%; Nickel, +140%; Acero, +14%; Paladio, +60%), monedas, bolsas y mercados de renta fija, arrojando una elevada volatilidad al mercado (véase la Gráfica B).

Partiendo de un panorama para la inflación que no era bueno antes del conflicto en Ucrania, ahora, con el corte del suministro de petróleo y de al menos parte del gas natural, los precios de estos han ganado nuevo impulso en los mercados mundiales al reducirse la oferta. Muchos países están tratando de volver a equilibrar sus fuentes de energía y esa presión

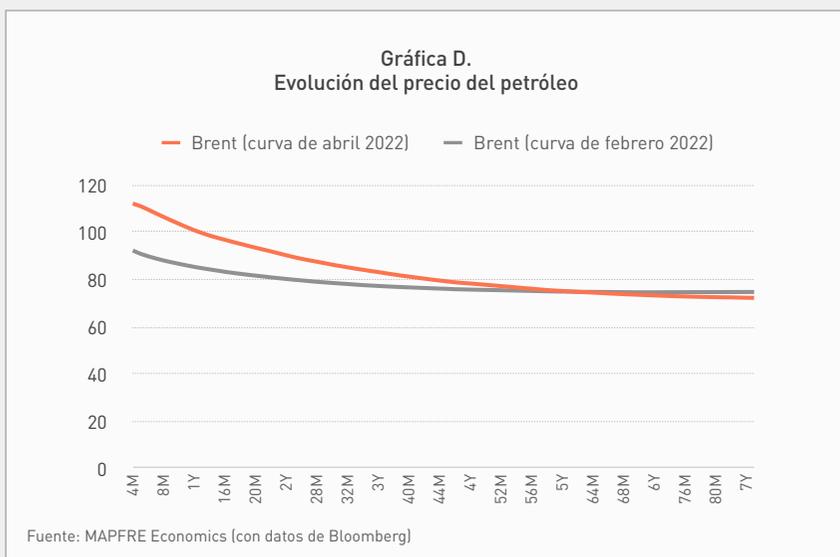
en la demanda se traslada a los precios, para beneficio de los países productores. En este contexto, y dado el pequeño incremento de producción a la que accedió Arabia Saudita (400 millones de barriles al día), los países de Occidente se encuentran en disposición de levantar las sanciones a Irán y Venezuela para poder sustituir la supresión del petróleo ruso.

Más grave es la situación del gas, ya que las cantidades que provenían de Rusia son muy significativas y la sustitución del gas ruso por gas licuado proveniente de otros destinos no es fácil, dado que no están construidos los



**Recuadro 1.1.1-b (continuación)**  
**Actualización de política monetaria: Banco Central Europeo**

**Gráfica D.**  
**Evolución del precio del petróleo**



propio imperativo de estabilidad de precios en un entorno donde la brecha entre la producción y el consumo se amplía, bajo una dinámica de presiones inflacionarias más elevadas e inmediatas ya reflejada en las perspectivas de inflación (véase la Gráfica E).

Si bien el escenario de inflación planteado por el BCE del 5% es plausible, podría estar subestimado por varios factores: (i) la errática en las previsiones anteriores (con una cierta inclinación a moderar las expectativas), (ii) las implicaciones de la continuación de la escalada en el

terminales de regasificación. De ahí que la amenaza de Rusia de cortar totalmente el suministro puede poner los países europeos en un verdadero aprieto por su impacto vía precios (véanse las Gráficas C y D).

**Valoración**

Tras la última reunión del BCE, el escenario a la baja en actividad económica y al alza en los precios dificulta no solo su cronograma, sino el

**Gráfica E.**  
**Eurozona: expectativas de inflación**



**Recuadro 1.1.1-b (continuación)**  
**Actualización de política monetaria: Banco Central Europeo**

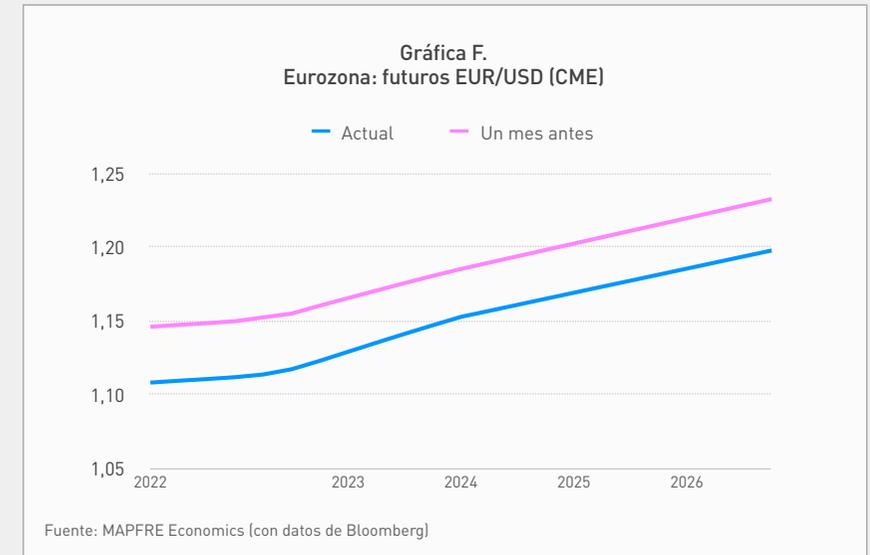
conflicto entre Rusia y Ucrania (hace tan solo unas semanas se pensaba que la implementación de sanciones culminaría el máximo de tensión, mientras que ahora las sanciones de segunda ronda se activaron sin haber valorado los efectos de la primera), y (iii) una la subida de precios que ya se está contagiando a otros componentes (vivienda, transporte y alimentos, entre otros), de forma que el efecto de base esperado podría ya no ser tan favorable.

En este sentido, a la moderación en la actividad económica que ya se preveía antes del conflicto, se suma el shock de oferta actual que no puede ser ignorado, desplazando el corredor de previsiones hacia un riesgo de “estanflación”, con una segunda ronda de presiones en los precios latente que se filtraría desde los insumos básicos hacia los márgenes empresariales (aún en disrupción como indican los elevados precios del productor), especialmente en aquellos con alta dependencia energética (precio mayorista de la electricidad en España +95%, añadido al 189% en 2021) y cuya canalización hacia el consumidor final consolidaría los efectos de segunda ronda.

De esta forma, en el corto plazo, y a medida que la inflación se aleje del objetivo de manera marcadamente más alta, la línea de política monetaria conduciría hacia unas condiciones financieras más estrictas bajo el paraguas de una política fiscal aún laxa que, si bien dado el punto de partida continuarían siendo acomodaticias, encajarían con la sincronía de endurecimiento monetario global, aunque con el riesgo de seguir debilitando al euro contra dólar (véase la Gráfica F).

Fuente: MAPFRE Economics

A medio y largo plazos (como ocurrió con “el momento Trichet”), la posibilidad de ubicar tanto el balance como los tipos de interés en el terreno neutral a lo largo del ciclo de normalización actual, en un entorno en el que la fragilidad económica y fiscal de los países miembros de la Unión Europea se deteriora, podría desembocar en un evento de dominancia fiscal que muy posiblemente terminaría con la hoja de ruta actualmente propuesta.



### Recuadro 1.1.1-c Actualización de política monetaria: Reserva Federal

#### Reserva Federal

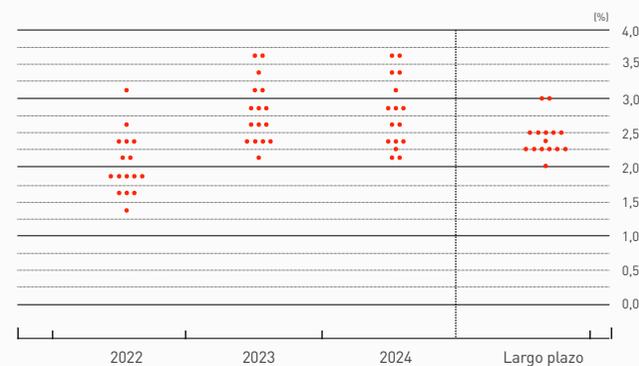
La Reserva Federal de los Estados Unidos, en su reunión de marzo, dio inicio al ciclo de normalización monetario al elevar los tipos de interés de referencia en 25 puntos básicos, situando el rango en el 0,25%-0,50%. En cuanto a las proyecciones de los mismos, mediante el *dot plot* del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), avanzaron hacia un ritmo de mayor aceleración con 6 subidas adicionales de tipos en 2022 (frente a las 3 anunciadas en diciembre), entre 3 y 4 subidas adicionales en 2023 y un leve recorte en el largo plazo (véase la Gráfica A). En lo que respecta las herramientas de balance, si bien la Reserva Federal mantiene el curso previsto de introducir ajustes en las tenencias de activos una vez iniciado el proceso de ajuste en los tipos de interés, los detalles continúan sin una orientación completa, los cuales se definirán en las próximas reuniones

En el plano macroeconómico, las estimaciones de la Reserva Federal presentan una previsión a la baja en la actividad económica, con el PIB expandiéndose un 2,8% en 2022 y 2,2% en 2023 (frente a 4,0% y 2,2% anteriores), al tiempo que las perspectivas de inflación se han revisado al alza, con un PCE esperado de 4,3% y 2,7% en 2022 y 2023, respectivamente (frente al 2,6% y 2,3% anteriores), y una inflación subyacente en la misma línea de presiones más persistentes.

En cuanto a la narrativa de la Reserva Federal, estuvo marcada por la incertidumbre actual en torno al conflicto en Ucrania y sus todavía inciertos efectos sobre la actividad y los precios. No obstante, los riesgos que pesan ofrecen una menor inclinación sobre el crecimiento y una mayor predisposición a controlar los efectos sobre unas cifras de inflación

históricamente elevadas. Si bien ciertos indicadores de cuellos de botella mostraban signos recientes de moderación que daban lugar a la restitución de inventarios y alivios en los costes al productor, los efectos de un *shock* endógeno adicional, de principio en alzas de las materias primas y de traslación a unas manufacturas aún no recuperadas, obliga al banco central estadounidense a un mayor ritmo ajuste que aproxime la política monetaria al terreno de la neutralidad (véase la Gráfica B).

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



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

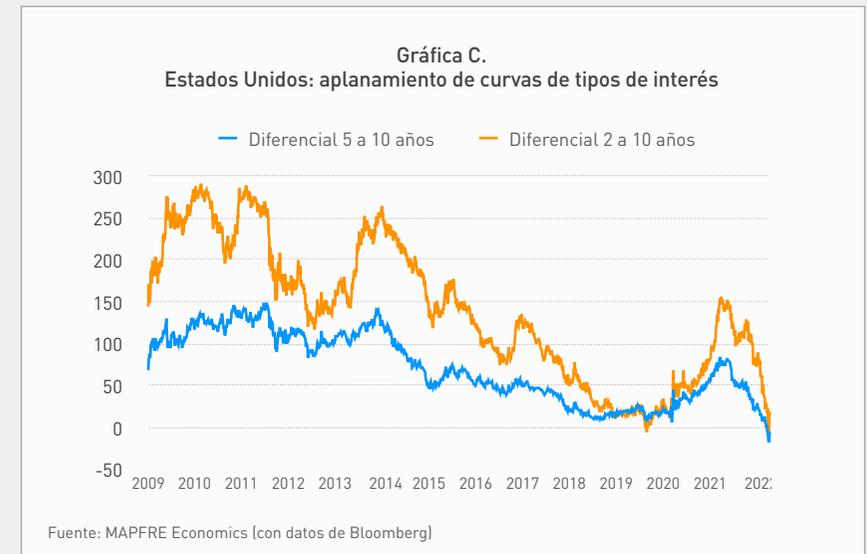
**Recuadro 1.1.1-c (continuación)**  
**Actualización de política monetaria: Reserva Federal**



**Valoración**

Como se ha señalado en análisis anteriores, las prioridades del FOMC han seguido la línea temporal de apoyar sus decisiones desde un enfoque acomodaticio, en beneficio del cierre de la brecha del producto y la recuperación del empleo a expensas de una inflación elevada, hacia una línea de endurecimiento más enfocada en el mandato de estabilidad de precios a medida que esta permeaba sistemáticamente en las perspectivas de inflación. No obstante, y a raíz de la crisis geopolítica actual, la postura

de rotación se ha visto forzada a acelerarse ante las perturbaciones de segunda ronda en la oferta que, si bien tienen un impacto más limitado que en Europa dada la mayor independencia energética, no exime a la economía de cierto efecto contagio. En este sentido, es de esperar una política monetaria más estricta a medida que las disrupciones en los insumos se transmitan a las rigideces que persisten en la oferta, destacando el posible deterioro manufacturero adicional proveniente de China a raíz de su situación epidemiológica y la política de severas restricciones.



### Recuadro 1.1.1-c (continuación) Actualización de política monetaria: Reserva Federal

A corto plazo, se espera que estos ajustes continúen progresando hacia la neutralidad monetaria, lo que podría provocar cierta volatilidad adicional amplificada por el flujo de noticias proveniente de la geopolítica y cierta permisividad a la recepción de datos macroeconómicos adversos, aunque preservando la opcionalidad de revertir el proceso en caso de escenario desfavorable y de implicaciones más amplias. A mayor plazo, se espera que el desajuste entre oferta y demanda tome una estructura más consistente, normalizando las cifras de inflación actuales y permitiendo que el tipo de

interés neutral se consolide en su banda baja (2,5%). De esta forma, la Reserva Federal podría alinear una inflación que, aún por encima del objetivo, seguiría la senda decreciente con un ciclo de endurecimiento completo que dotaría de cierto margen de maniobra a la institución tanto en materia de tipos de interés como de tamaño de balance. Sin embargo, el riesgo de provocar una recesión aumenta, pudiendo ser el desencadenante a volver a revertir el proceso (véase la Gráfica C).

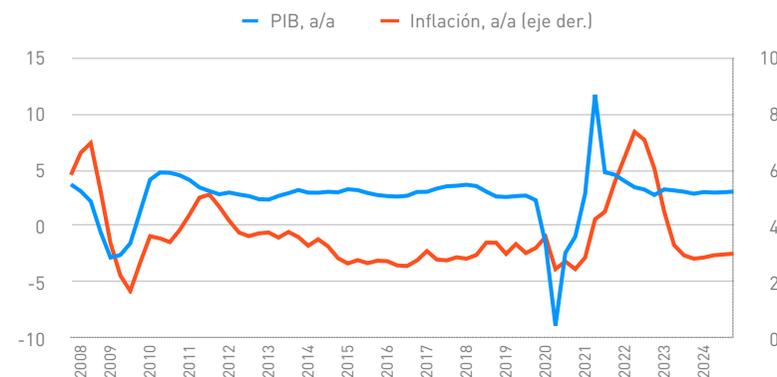
Fuente: MAPFRE Economics

objetivo de largo plazo de los bancos centrales que culminaría en 2024. En este escenario, los bancos centrales desarrollados mantienen el ritmo actual de elevar los tipos de interés hacia la tasa neutral en 2022 y 2023, en convergencia con una dinámica de inflación que va agotando su impulso (véase la Gráfica 1.1.1-q). De esta forma, en el *escenario base*, la previsión de crecimiento del PIB global sería del 3,6% en 2022 y 2023, en tanto que el pronóstico de inflación (promedio del último trimestre del año) se situaría en 6,8% y 4,1% en cada uno de esos años (véase la Tabla 1.1.1).

#### Escenario estresado

En contraposición, se considera un escenario de naturaleza alternativa y más pesimista (*escenario estresado*), el cual es definido por dos hitos principales: (i) un conflicto que se extiende más allá de 2022, pero cuyo supuesto no enmarca la confrontación de más actores internacionales (OTAN y/o China), y (ii) el riesgo de mayores sanciones que incluirían

Gráfica 1.1.1-q  
Escenario base: PIB e inflación



Fuente: MAPFRE Economics

**Recuadro 1.1.1-d**  
**Estados Unidos y la Eurozona: asimetrías de política económica ante el nuevo contexto global**

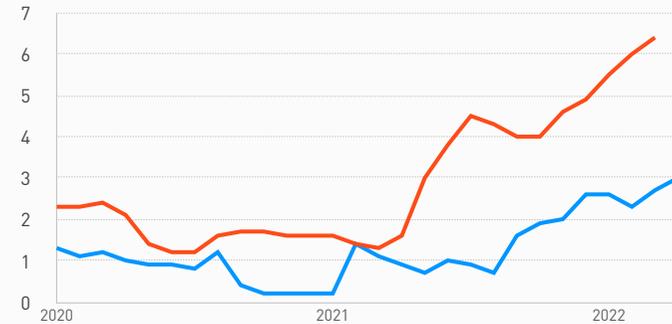
Transcurridos dos años desde el inicio de la pandemia del Covid-19, el mundo se enfrenta a un nuevo *shock* externo negativo como consecuencia de la invasión de Ucrania por parte del ejército ruso. Tras el ritmo desigual de recuperación en las distintas economías, el cual había estado marcado por la efectividad de las políticas nacionales frente a la aparición de nuevas variantes del coronavirus, elevados niveles de déficit público e inflación, el conflicto entre Rusia y Ucrania ha generado que las presiones inflacionistas aumenten (elevado precio de materias primas, destacando el gas y petróleo ruso y los cereales ucranianos, así como distorsiones comerciales en otros mercados por las sanciones a Rusia y otros efectos indirectos) y se produzca un debilitamiento de la actividad económica global y una mayor volatilidad en los mercados financieros (reflejado en mayores costes de financiación).

En este sentido, aunque Estados Unidos y la Unión Europea se enfrenten al mismo escenario global, las fórmulas de política económica son diferentes, ya que se adaptan a los distintos contextos particulares de los países. Por un lado, el ritmo de recuperación con el que llegan al primer trimestre de 2022 es muy diferente: Estados Unidos presenta un mayor ritmo que la media europea donde prima la heterogeneidad, incluso entre potencias como pueden ser Alemania e Italia. Y por otro lado, incluso en características que podrían parecer comunes como la elevada inflación a lo largo de 2021, ambas regiones han llegado allí de manera distinta (véase la Gráfica A): la inflación estadounidense estaba ligada principalmente a factores de demanda dadas las transferencias directas estatales a la población notablemente altas respecto a la media de la OCDE, mientras que en Europa el factor predominante ha sido claramente de oferta a raíz de la crisis energética.

Estas diferencias en materia de política económica también se perciben desde el nivel de exposición a los riesgos geopolíticos. Un ejemplo claro es la mayor dependencia energética de Europa por el gas y petróleo ruso (especialmente el Centro y Este) en comparación con Estados Unidos, que es también exportador neto de energéticos. En consecuencia, las opciones de política fiscal y monetaria entre Europa y Estados Unidos tienen distintas aristas que abordar.

**Gráfica A.**  
**Estados Unidos y Eurozona: inflación sin energía y alimentos**

— US CPI Urban Consumers Less Food & Energy  
 — EA HICP excluding Energy and Unprocessed Food



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

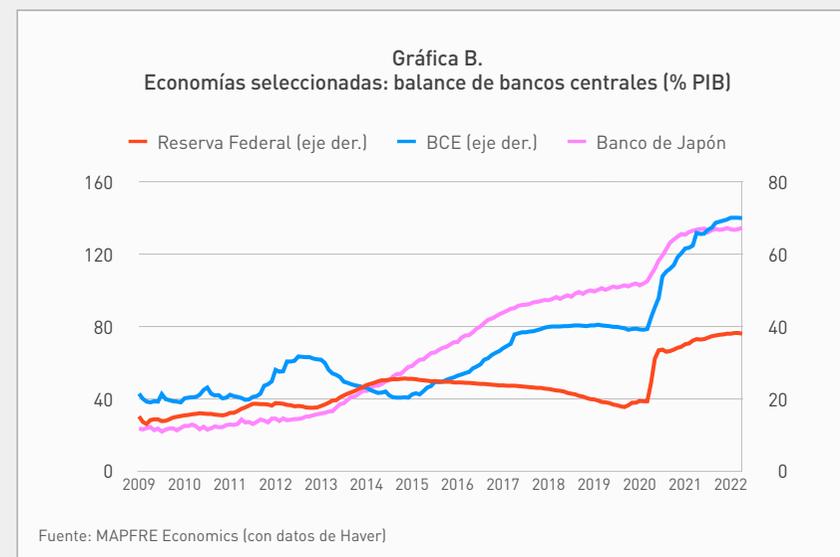
**Recuadro 1.1.1-d (continuación)**  
**Estados Unidos y la Eurozona: asimetrías de política económica ante el nuevo contexto global**

### Política monetaria

El Banco Central Europeo (BCE) y la Reserva Federal comparten el objetivo de una inflación flexible en el entorno del 2%. Para este objetivo, es destacable el enfoque a medio plazo del BCE que lo dota de flexibilidad en el corto plazo, mientras que la Reserva Federal, además del control de la inflación, tiene como objetivo el máximo empleo y tipos de interés moderados en el largo plazo y, por ende, está dotada de mayor flexibilidad ya que además de velar por el interés de una sola nación (y en consecuencia un menor trámite burocrático) necesita responder al corto plazo con mayor celeridad.

En este contexto, y a raíz de la pandemia, tanto el BCE como la Reserva Federal tuvieron que revisar sus estrategias de política monetaria (cambios publicados en julio 2021 y agosto 2020, respectivamente) y generar nuevos instrumentos de control, como programas de compras de activos y comunicaciones sobre las revisiones a futuro de su política monetaria (estrategia “*forward guidance*”), para poder ir más allá del estímulo convencional por bajada de tipos de interés, ya que se encontraban en el límite inferior efectivo (los tipos del BCE ya estaban cerca al 0% antes de la pandemia y la Reserva Federal bajó los suyos a ese nivel en marzo 2020). En consecuencia, la crisis del Covid-19 ha ocasionado que las capacidades actuales de cada uno de estos bancos centrales para poder sostener sus objetivos varíen debido al elevado nivel de deuda fiscal al que estuvieron expuestas para afrontarla, destacando los déficits estructurales acumulados por la Eurozona que se encuentran muy por encima de los observados en la economía estadounidense.

Ahora, con el inicio de la invasión rusa a Ucrania las presiones inflacionistas están al alza y, por lo tanto, se ha realizado una normalización de las medidas adoptadas a raíz de la pandemia. El BCE ha disminuido la compra de activos programada para este año, mientras que la Reserva Federal ha acelerado su programa de venta de bonos; ambas medidas buscan reducir la hoja de balance de los bancos centrales para poder enfriar la inflación (véase la Gráfica B). Ante este objetivo, el BCE muestra un tono más cauto, ya que en su *forward guidance* planifica la subida de tipos de interés en dependencia del contexto económico y



**Recuadro 1.1.1-d (continuación)**  
**Estados Unidos y la Eurozona: asimetrías de política económica ante el nuevo contexto global**

geopolítico de corto plazo que es bastante incierto y después de finalizar su compra de activos. La Reserva Federal, por su parte, ya subió tipos a 0,25% en marzo y ha dejado claro que seguirá subiendo en sus próximas reuniones de política monetaria (se espera que a finales de 2022 se sitúe en 1,25% como mínimo). En todo caso, resultará clave la confianza en la efectividad del control de la inflación de los bancos centrales por parte de los distintos agentes económicos, donde el mantenimiento por debajo del objetivo durante un periodo prolongado, así como (en el caso del BCE) el temor del “momento Trichet” (que subió los tipos de interés y empeoró aún más la crisis de 2008), hacen que las expectativas hacia una mayor inflación aumenten.

En este sentido, la acción común europea vuelve a retomar relevancia, donde el fortalecimiento de las instituciones paneuropeas se constituye como un factor clave para poder diversificar los riesgos asimétricos a los que se enfrenta esencialmente como producto de *shocks* externos. En ese marco, se necesita una armonización fiscal para que iniciativas como la emisión de bonos paneuropeos destinados a financiar el NGEU tengan un respaldo y puedan ser un paso relevante en la creación de un activo seguro europeo que pueda ayudar como mecanismo de control monetario.

**Política fiscal**

En la comparativa con Estados Unidos, donde es destacable la flexibilidad y rapidez en los procesos para la adopción de medidas de política económica en general, en Europa estos requieren alcanzar un amplio consenso en una zona donde los intereses de cada país suelen estar en contraposición. Por ejemplo, Estados Unidos ya ha tornado a restrictiva su política fiscal tras suprimir el *Build Back Better* y agotar el mecanismo de los cheques de estímulos, frente a la todavía implementación de tramos de NGEU en

Europa que podrían girar hacia el uso para lidiar con la problemática actual.

Por otro lado, la política fiscal se ve afectada por el tamaño del sector público que es claramente superior en la Eurozona. En este sentido, es posible verificar que la política fiscal en Eurozona (centrada en apoyar los ingresos de las familias y las empresas a lo largo de la pandemia) ha absorbido el impacto de la crisis del Covid-19 por medio de sus sistemas de previsión social más favorecedores, reforzándolos con esquemas de financiación para la flexibilización laboral de las empresas, exenciones fiscales, ampliación de moratorias, programas de garantías públicas para otorgar préstamos y programas supranacionales como el mencionado NGEU, cuyos fondos sirven para dar préstamos y/o subvenciones a los países miembros. Estados Unidos, por su parte, también realizó medidas similares, pero además optó por programas de transferencias directas a los ciudadanos, repitiéndose este patrón tanto en la administración de D. Trump como en la del presidente J. Biden, lo que ha generado un mayor déficit fiscal por el tamaño de estos programas. A este respecto, Estados Unidos ya está gestionando planes de aumentos de impuestos individuales, de sociedades y adicionales a grandes fortunas para poder solventar las necesidades de la arcas fiscales, mientras que en Europa el desbalance fiscal se está abordando a través de la limitación del gasto tras las finalizaciones de los programas de ayuda y exenciones realizadas.

Como en ocasiones anteriores, la dinámica actual de la política fiscal apunta a retomar sus funciones como mecanismo de absorción del *shock* energético con menores implicaciones de la política monetaria, aunque de forma más comedida ya que implica mayor presión futura (más deuda, déficit y estructuralmente más vulnerable en términos de potencial) bajo un menor respaldo monetario. A su vez, y en términos de pérdida de poder

**Recuadro 1.1.1-d (continuación)**  
**Estados Unidos y la Eurozona: asimetrías de política económica ante el nuevo contexto global**

adquisitivo dada la inflación de oferta, si bien se ha planteado la necesidad de repartir esfuerzos para evitar una espiral precios-salarios y así mantener cierta competitividad, en un contexto de materias primas fuertes la fortaleza de la divisa con la que acudir a dichos intercambios es determinante ya que podría ser otra forma de perder poder adquisitivo de forma más amplia.

**Valoración**

En un contexto de endurecimiento monetario global, permitir un rezago con respecto a otros bancos centrales puede erosionar la capacidad de compra

del euro, como se está viendo ya en Occidente (1,10 con remuneración negativa frente USD o GBP, y con perspectivas de remuneración crecientes como respaldo), en las economías emergentes de forma generalizada (anticipados en el proceso) y quizá de manera más destacable en los casos de China (lejos de sumarse al endurecimiento monetario global dada la situación interna) y de Japón (a finales de marzo el banco central volvió a enfatizar su postura ultra flexible, ya que los rendimientos JGB a 10 años se disparaban hacia el límite superior de su corredor de control de la curva de rendimientos).

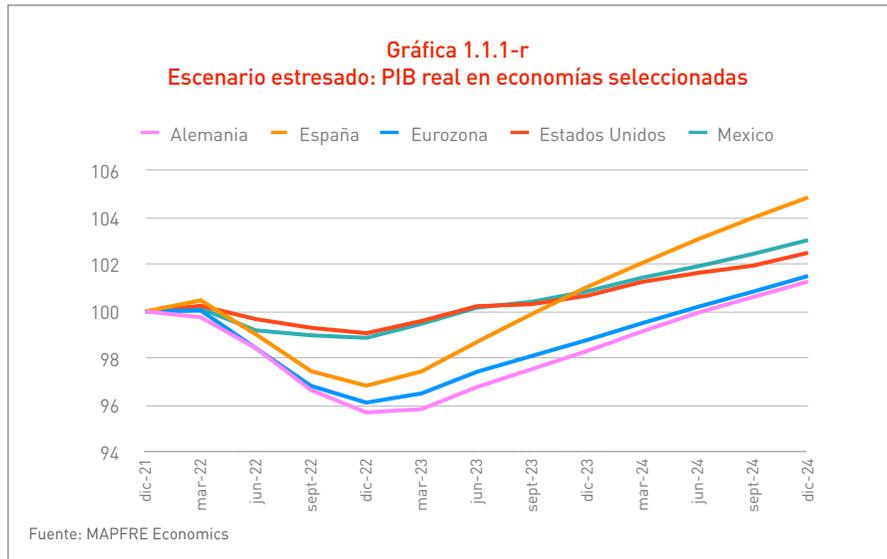
Fuente: MAPFRE Economics

**Tabla 1.1.1**  
**Economía global: previsiones de crecimiento e inflación**  
**bajo diversos escenarios de análisis**

	Crecimiento del PIB (a/a)		Inflación (promedio último trimestre)	
	2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
Escenario base	3,6 %	3,6 %	6,8 %	4,1 %
Escenario estresado	3,2 %	2,6 %	7,8 %	4,3 %
Escenario de shock	0,8 %	0,5 %	9,0 %	6,2 %

Fuente: MAPFRE Economics

medidas específicas sobre el gas y el petróleo por el lado occidental (nuevas sanciones o embargos), o bien cortes de suministro por el lado del frente ruso. Frente al escenario más limitado propuesto anteriormente, en este escenario estresado el impacto en la actividad se torna más desfavorable, con implicaciones estanflacionarias latentes, principalmente para Europa que encadenaría varios trimestres con tasas negativas de crecimiento, un impacto en los mercados no descontados con la aversión al riesgo actual que retomarían niveles similares a los del día de la invasión, con un deterioro generalizado en la confianza del consumidor y con el deterioro de los balances de los agentes (véase la Gráfica 1.1.1-r). Conforme a lo anterior, en el *escenario estresado*, se prevé un crecimiento económico global del 3,2% y 2,6% en 2022 y 2023, respectivamente, con un pronóstico de inflación (promedio del último trimestre del año) del 7,8% y 4,3% en cada uno de dichos años.



Bajo este segundo escenario, los precios del petróleo y gas no se estabilizan hasta pasado 2024, con un precio del petróleo por encima de los 110 USD/b durante todo 2022 y por encima de 90 USD/b en 2023, cuyas implicaciones sobre el consumo conllevarían un mayor retroceso de la renta disponible, deteriorando las posiciones de ahorro preexistentes desde la pandemia y con ello los balances de los agentes. En el caso del agregado de *commodities*, se condicionaría una normalización más tardía, con unos márgenes del productor con cierto nivel de estrés y una incapacidad latente para trasladar los precios de forma generalizada.

En consecuencia, bajo este *escenario estresado* las tasas de inflación responden al alza de una forma más prolongada durante todo 2023, erosionando el consumo ante una pérdida de poder adquisitivo de las rentas disponibles mucho más profunda en términos reales y que lastraría la actividad principalmente de aquellos sectores con menor capacidad de fijación de precios.

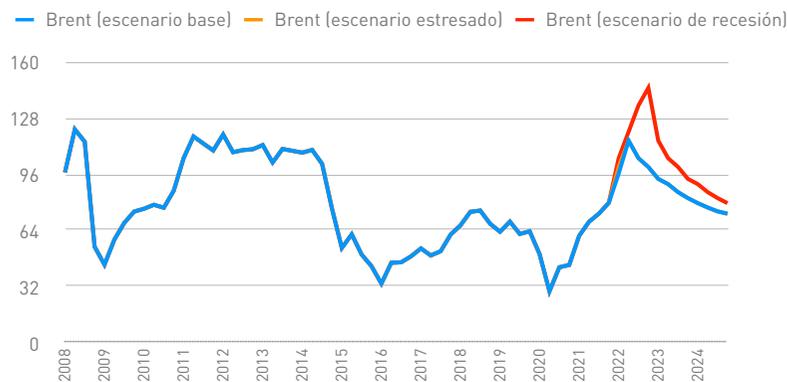
Por el lado de la política económica, la respuesta fiscal se volvería previsiblemente expansiva para amortiguar el *shock*, aunque de forma más selectiva, deteriorando las cuentas públicas al tiempo que la política monetaria se adentra en una normalización más apresurada. En consecuencia, el acceso a financiación en los mercados repercutiría vía tipos de interés más altos que, a pesar de ello, no se tornarían en un evento de dominancia fiscal como el de 2012, aunque sí mostraría unos mayores diferenciales, más selectivos y atendiendo a vulnerabilidades tácitas.

#### *Escenario de shock*

Por último, se presenta el *escenario de shock* (de menor probabilidad y mayor impacto) que podría ser ocasionado por uno o varios de los siguientes factores: (i) un conflicto agravado en el que la OTAN se adhiere a la dinámica militar, (ii) una mayor implicación en el conflicto por parte de China y otros actores internacionales que desemboca en un *shock* del comercio global, (iii) una disrupción severa de las cadenas de suministro (*shock* Covid-19) combinado con una crisis de materias primas en tendencia exponencial suprimiendo demanda vía precios (crisis alimentaria y Primavera Árabe), o (iv) una transmisión de un contagio en el canal financiero (crisis de los dragones asiáticos) con reversión de flujos globales que desencadena una recesión a finales de 2022 o comienzos de 2023.

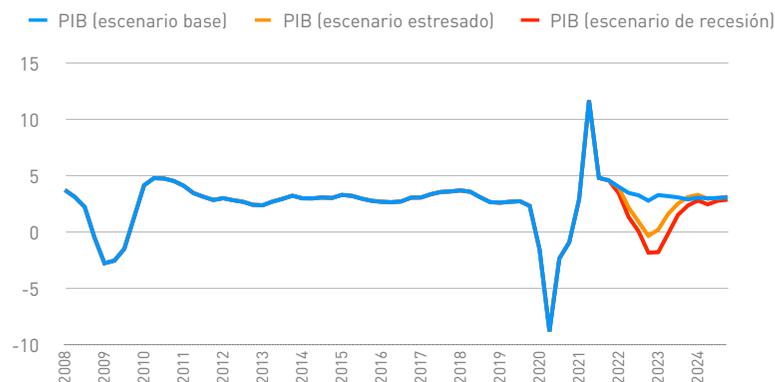
Bajo este *escenario de shock*, los precios del petróleo se establecen en 150 USD/b en 2022, 100 USD/b en 2023 y por encima de los 80 USD/b en el largo plazo, ante la incapacidad de compensar la producción de Rusia por actores como Arabia Saudita, Irán o Venezuela (véase la Gráfica 1.1.1-s). Asimismo, la actividad económica se resiente de forma abrupta desencadenando una recesión con tasas de inflación elevadas y una creciente percepción de deterioro en términos reales, con una previsión de crecimiento del PIB de apenas el 0,8% y 0,5% en 2022 y 2023, y de una inflación promedio del último trimestre de 9,0% y 6,2% en cada uno de esos años. El efecto en los mercados se torna severo, con un impacto

**Gráfica 1.1.1-s**  
**Escenario de shock: precio del petróleo (Brent spot)**



Fuente: MAPFRE Economics

**Gráfica 1.1.1-t**  
**Escenario de shock: PIB (a/a)**



Fuente: MAPFRE Economics

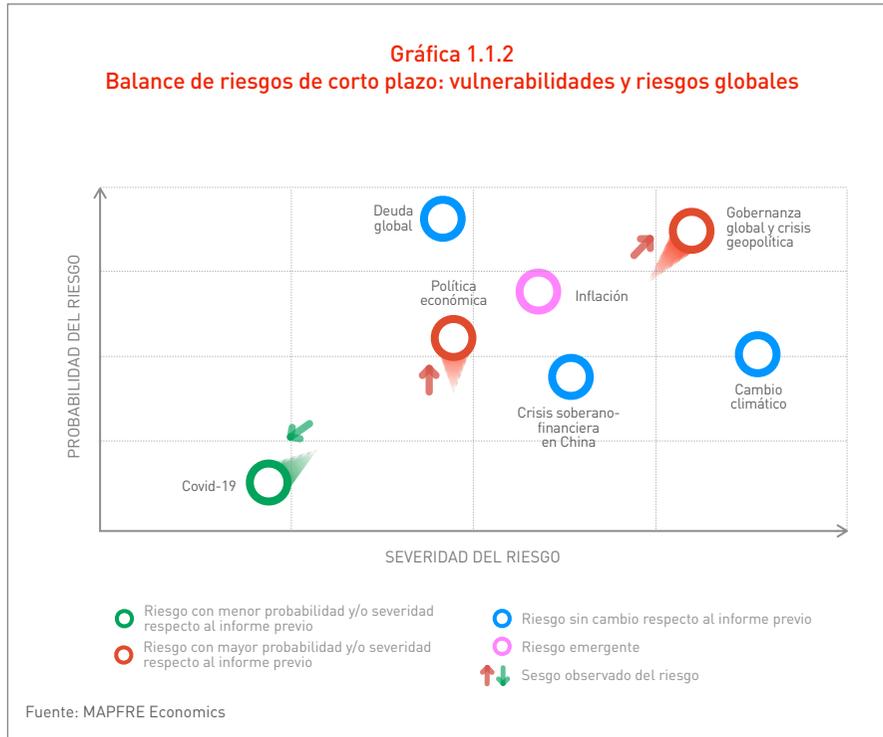
negativo de los activos de riesgo alcanzando dos desviaciones estándar, la aversión al riesgo en términos del VIX alcanza niveles Covid-Lehman y la dominancia fiscal impera en los mercados de bonos. Como consecuencia, la concatenación de elementos produce una postura reactiva de los bancos centrales y gobiernos retomando las políticas acomodaticias de expansión de balances y retorno a los tipos de interés al *Zero Lower Bound* (véase la Gráfica 1.1.1-t).

### 1.1.2 Balance de riesgos

Existen varios posibles detonantes adicionales que se ilustran esquemáticamente en el mapa de riesgos, los cuales podrían resultar en un evento similar a un *shock* recesivo. La Gráfica 1.1.2 ilustra la actualización de dicho mapa de riesgos para la economía global en la perspectiva hacia el segundo trimestre.

### Gobernanza global y crisis geopolítica

Los temas de gobernanza global se han deteriorado y pasan centralmente por la irrupción del conflicto en Ucrania durante el primer trimestre del año. La invasión rusa ha generado tensión e impacto no solo en el terreno militar y en la correlación de fuerzas globales (véase el referido Recuadro 1.1.1-a), sino también en términos económicos; entre otros, el recrudecimiento del repunte histórico de los insumos en el ámbito de la energía, derivados del petróleo y alimentos; el aumento del riesgo de disrupción económica; un aumento puntual de la aversión al riesgo que ha creado un entorno de mayor incertidumbre en los mercados financieros; la aceleración del cambio de sesgo de la política monetaria y, en conjunto, mayores riesgos para el ritmo de recuperación de la capacidad productiva global y para el control de las presiones inflacionistas.



Por otra parte, la gobernanza global se enfrenta también a diversas situaciones particulares en la coyuntura. En Estados Unidos, se acercan las elecciones del *mid term* con los índices de aprobación del presidente J. Biden deteriorándose, en paralelo al desgaste de la renta del consumidor debido a la inflación y nuevos signos de polarización que podrían augurar el regreso de D. Trump o algún candidato de un corte equivalente. En América Latina, por su parte, la fragmentación y la polarización se suman a las heridas dejadas por la pandemia del Covid-19. Aunque algunas economías gozan de flujos que les favorecen gracias a la exportación de materias primas con mayores precios, el efecto del *passthrough* de la inflación erosiona la mayor parte de las ganancias de renta. Asimismo, las

elecciones en Brasil y Colombia apuntan a nuevos protagonistas de la olocracia latinoamericana.

En el norte de África, es la inflación de los productos no elaborados, en especial alimenticios en forma de grano y semejantes, la que está condicionando el aumento del precio del pan y alimentos en esa región del mundo, la cual depende totalmente del grano de Ucrania y Rusia. Cabe recordar que la Primavera Árabe de hace una década sucedió justo en una fase inflacionaria de alimentos.

Por otra parte, la Unión Europea ve incrementarse sus retos. V. Orbán gana rotundamente en Hungría, la erosión de la división de poderes continúa en Polonia, la coalición alemana enfrenta sus primeros problemas y las elecciones en Francia han dejado ver lo cerca que está el populismo del *establishment* actual. Asimismo, las presiones sobre los precios han propiciado múltiples formas de protesta y colapsos de suministro que abren el riesgo de convertirse en nuevos chalecos amarillos. Por último, la compleja situación que enfrenta el europeísmo, unida a la invasión de Ucrania, anticipa un peaje severo para la Eurozona a través de los canales energéticos, de confianzas y comerciales.

### Deuda global

Tras alcanzar un nuevo máximo histórico global el primer semestre de 2021 (al nivel más alto desde la II Guerra Mundial), el segundo semestre de 2021 muestra una ligera disminución de la deuda en relación al PIB, al registrarse un 351% (303 billones de dólares), gracias a una actividad económica que sigue siendo expansiva de la mano de unas tasas de inflación más elevadas. En los mercados desarrollados, este ratio tuvo un mejor desempeño a lo largo del año al reducirse en 12,3 puntos porcentuales. Liderando el desapalancamiento se encontraron las empresas financieras y no financieras, seguidas del sector público y, en menor medida, los hogares. En contraposición, los mercados emergentes acumularon más del 80% de la nueva carga de la deuda, si bien a un ritmo

menor y en un contexto de tipos de interés más elevados ante el prematuro endurecimiento monetario.

Debe señalarse que el impulso de la recuperación económica post-pandemia, una moderación en los déficits presupuestarios y el impacto adicional de unas tasas de inflación elevadas que reducen el valor real de la deuda, han ayudado a simplificar la carga acumulada. Sin embargo, a medida que las presiones por el lado de la inflación se vuelven más persistentes y la política monetaria cambia de signo, la financiación a través de tipos de interés reales negativos se podría ir diluyendo, acompañada de un crecimiento económico menos robusto. Con esto, la futura política fiscal se enfrenta a un proceso de consolidación ante la limitación de una financiación vía tipos de interés más altos, en un contexto geopolítico en el que las fricciones económicas contarían con un menor soporte que durante la pandemia para amortiguar el impacto en el crecimiento. Por ello, la capacidad de coordinar políticas fiscales selectivas se anticipa como un aspecto relevante para mantener cierto equilibrio entre los *stocks* elevados actuales que limitan el potencial, intereses de la deuda crecientes y actividad económica a la baja. De esta forma, el riesgo de nuevas expansiones fiscales podría exacerbar el proceso inflacionario, provocando una respuesta monetaria más agresiva que desencadene situaciones de estrés selectivos. De igual forma, y a pesar de una senda restrictiva, el aumento gradual de los tipos de interés puede tener impactos asimétricos en ciertos segmentos con peor calificación crediticia, así como en países con vulnerabilidades acumuladas y elevada financiación externa en moneda extranjera.

### Política económica

Con la aceptación de unas tasas de inflación más persistentes y el efecto de segunda ronda desde los precios de materias primas como consecuencia del conflicto geopolítico, el riesgo de decalaje hacia los salarios y, con ello, a las perspectivas de inflación a largo plazo, impulsa el endurecimiento monetario hacia una etapa más apresurada de lo

anticipado inicialmente. Si bien el escenario central sigue siendo el de una planificación gradual, correctamente transmitida a los mercados y de impacto limitado en la actividad, el riesgo de errática por parte de los principales bancos centrales se incrementa al tratar de alcanzar políticas neutrales de forma algo más alejadas del consenso y sin tiempo suficiente para valorar los impactos no solo en los precios, sino en el propio crecimiento económico. En este sentido, el riesgo puede verse exacerbado por una política fiscal en desacople con la política monetaria, dada la potencial propensión a amortiguar el *shock* actual por el lado de políticas fiscales nuevamente expansivas, la retroalimentación de una inflación que se aceleraría más rápidamente y el riesgo de un impacto no anticipado bien desde el lado del desempeño económico o bien desde los mercados financieros ante la percepción de un ciclo de ajuste sobredimensionado que respaldaría la reversión del proceso.

### Crisis soberano-financiera en China

La incertidumbre en China se mantiene a medida que los bloqueos por la política de cero tolerancia al Covid-19 se extienden por más regiones de país, exacerbando los riesgos de desaceleración económica (los últimos datos de actividad en la industria y los servicios se contrajeron en los últimos PMIs de marzo), exponiendo nuevas dificultades por el lado del consumo, impactos adicionales por lado de la oferta y acrecentando los temores sobre el sector inmobiliario. En este sentido, el banco central continúa dotando a la economía de unas condiciones financieras más laxas, reforzando las regulaciones contracíclicas y estimulando la vía de las exportaciones con la intención de dotar de cierta estabilidad macroeconómica al país. Sin embargo, y a pesar de estos intentos por apuntalar la economía, la crisis en el sector inmobiliario continúa encadenando problemas. Mientras el proceso de reestructuración de Evergrande sigue en marcha, nuevos desarrolladores se enfrentan a la desaceleración del sector, destacando la rebaja de calificación del tercer desarrollador más grande (Sunac) y exponiendo que las señales sobre el sector siguen siendo preocupantes.

A estas dudas, se suma el ambiguo posicionamiento geopolítico en torno al conflicto de Rusia y Ucrania cuyo riesgo de cola podría desencadenar en sanciones internacionales que retomen la incertidumbre generada durante la guerra comercial de la etapa Trump, expandiendo los problemas en las cadenas de suministro globales. Con todo ello, y a pesar de los esfuerzos por abordar las vulnerabilidades financieras, estabilizar la delicada moderación del crecimiento y resolver los problemas estructurales, el riesgo de desencadenar una crisis de deuda con potencial sistémico de contagio soberano-financiero continúa siendo real.

### Cambio climático

Los más recientes avances por abordar la crisis climática, a través de un amplio marco de políticas de conciencia internacional tras la COP-26 de finales de 2021, se han visto ensombrecidos tras la invasión de Rusia a Ucrania, al poner de manifiesto amplios problemas de seguridad energética a nivel global. La disrupción en los suministros de energía y otras materias primas supone un desafío adicional a la trayectoria de transición energética en todo el mundo, con especial relevancia para el caso de la Unión Europea y sus planes de Green New Deal, debido al pronunciado impacto directo del conflicto, la elevada dependencia energética actual y el potencial de sanciones más amplias. Si bien esta crisis puede generar un impulso adicional para promover la inversión, sentar las bases de un proyecto más sólido y extender la visión sobre una aceleración de los planes desarrollo, a corto plazo la gestión de riesgos actuales podría requerir de políticas de inversión basadas en posiciones antagónicas, reactivando planes energéticos y aumentos temporales intensivos en carbono. Este proceso requiere de un enfoque de salvaguardar los intereses más inmediatos, con la contrapartida de duplicar los esfuerzos por la transición energética en el medio y largo plazos.

### Covid-19

Según el último informe epidemiológico de la Organización Mundial de la Salud (OMS), el número de nuevos casos y muertes por Covid-19 está disminuyendo desde finales de marzo de 2022. Durante la semana del 11 al 17 de abril de 2022, el número de nuevos casos de Covid-19 ha disminuido el 24% en comparación con la semana anterior y el 12% el número de muertes (véanse las referidas Gráficas 1.1.1-c y 1.1.1-d). La variante Ómicron, que está clasificada en la actualidad como variante preocupante, es la que más circula en el mundo y especialmente el sublinaje BA-2, el cual tiene una tasa mayor de transmisibilidad que el BA-1. No obstante, la circulación mundial de todas las variantes Ómicron está disminuyendo, aunque la OMS mantendrá una vigilancia estrecha del sublinaje BA.2 y ha pedido a los países que no bajen la guardia. La recombinante XE, resultado de la combinación de los sublinajes BA.1 y BA.2, está siendo rastreada por la OMS como parte de la variante Ómicron y las primeras estimaciones sugieren una ventaja de transmisión del 10% en comparación con la BA.2, aunque se necesita una mayor confirmación.

La presencia de coronavirus se mantendrá durante muchos años y un buen número de gobiernos se ha planteado ya una vuelta paulatina a la "normalidad", sin dejar de prestar atención a las nuevas variantes y brotes, lo que, en general, implica que el riesgo epidemiológico ha dejado de ser el principal condicionante para los niveles de actividad, como ocurrió durante los dos últimos años. En los pasados meses se ha avanzado a la práctica eliminación de la totalidad de las restricciones<sup>2</sup> establecidas para controlar la expansión del virus por parte de muchos gobiernos, incluido el uso de mascarillas en espacios interiores. Países como Singapur, Vietnam, Australia y Nueva Zelanda, que en el pasado mantuvieron una estrategia de control y supresión máxima del Covid-19, la abandonaron a finales de 2021, eliminando parte de las restricciones y aumentando sus esfuerzos de vacunación. Por el contrario, China y su centro financiero Hong Kong siguen aplicando la táctica de Covid Cero, a

pesar de que las estrictas medidas impuestas tienen un alto coste económico. El Institute for Health Metrics and Evaluation (IHME) considera que las posibilidades de contener la propagación de ómicron en China serán muy limitadas y proyecta que a largo plazo tendrán un aumento importante de los contagios y muertes, con un pico hacia finales de mayo<sup>3</sup>.

Respecto a la necesidad y el beneficio potencial de una segunda dosis de refuerzo de vacunación (cuarta dosis), están produciéndose diferentes respuestas por parte de los reguladores, aunque la mayoría de los expertos coinciden en recomendar la necesidad de administrar una cuarta dosis a la población con riesgo de enfermedad grave, hospitalización y muerte. En Europa, se están revisando los estudios disponibles y los datos epidemiológicos para proporcionar una posición común para los países de la Unión Europea y del Espacio Económico Europeo sobre este asunto, y algunos de ellos han recomendado ya una cuarta dosis para diferentes grupos de población vulnerable. En Estados Unidos, la Administración de Alimentos y Medicamentos (*Federal Drug Administration*, FDA) ha autorizado una cuarta dosis para las personas mayores de 50 años y para ciertas personas inmunodeprimidas. Asimismo, varios países de Asia-Pacífico también se están preparando para la administración de la cuarta dosis, a falta en algunos casos de determinar la población elegible.

La opinión de los expertos sobre las perspectivas futuras de la pandemia está condicionada a la aparición de nuevas variantes, su virulencia y transmisibilidad, y a la efectividad de las vacunas y antivirales contra ellas. Algunos prevén que el Covid-19 se convertirá en una enfermedad estacional, predominantemente invernal, donde las personas más vulnerables necesitarán recibir refuerzos de vacunación. Algunas farmacéuticas están desarrollando ya vacunas específicas para variantes que podrían atacar cualquier cepa que esté circulando cuando se necesite el refuerzo, en tanto que otros abogan por cambiar el enfoque de la vacunación por la producción y distribución de antivirales para mitigar el impacto del Covid-19.

## Inflación

Desde el punto de vista contextual, las implicaciones actuales sobre el riesgo de inflación se asientan sobre una inflación predominantemente de origen en la oferta, con especial mención al impacto directo del conflicto Rusia-Ucrania a través del componente energético y de otros insumos que retroalimenta el problema inicial de los cuellos de botella producido por las medidas implementadas para controlar los efectos sanitarios de la pandemia del Covid-19. Con ello, el riesgo potencial pasa, en primera instancia, por la posibilidad de desencadenar efectos de segunda ronda en los salarios a corto y medio plazos, los cuales exacerbarían el problema de inflación actual, al situarla de forma prolongada por encima de la meta de los bancos centrales y, en última instancia, por el riesgo de una persistencia que provoque un desanclaje y una revisión al alza de las expectativas de inflación a largo plazo.

En consecuencia, ante esta dinámica la función de respuesta de los bancos centrales se retroalimenta, desembocando en primera instancia en la necesidad de unas políticas ortodoxas hacia la neutralidad monetaria y, de manera menos anticipada de lo previsto, hacia el terreno restrictivo. Ante este escenario, si bien es probable que la tasa neutral converja con unas tasas de inflación en dirección descendente a lo largo de 2022-2023, en el caso de que las medidas de política monetaria resultaran insuficientes para que dichas expectativas de inflación se moderen por el lado de la demanda, o que el *shock* por el lado de la oferta se volviera más persistente, ello conduciría a un endurecimiento aún más agresivo penalizando al consumo y la actividad económica para evitar desplazamientos de la inflación hacia términos estructuralmente más elevados.

## 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

### 1.2.1 Estados Unidos

#### Indicadores de actividad sólidos, pero con fuertes presiones inflacionistas.

La inflación se mantiene elevada (8,5% marzo), incluyendo la subyacente (6,5%), con una demanda robusta y con un mercado laboral fuerte (desempleo en 3,6% en marzo). Todo ello, junto con los problemas en las cadenas de suministro que vienen del 2021, ha llevado a un desequilibrio entre oferta y demanda que presiona los precios. La propia Reserva Federal de San Francisco ya se cuestiona si los estímulos, no solo monetarios sino también fiscales, habrán sido excesivos.

- **La inflación sigue presionando, alcanzando 8,5% en marzo, con la subyacente en 6,5%.**
- **La Reserva Federal subió tipos de interés en marzo 0,25 pbs hasta 0,25-0,50%.**
- **El mercado laboral está fuerte; solo la confianza del consumidor revela cierto escepticismo para los próximos meses.**
- **El conflicto en Ucrania puede agravar problemas de suministro, incluyendo a los fertilizantes agrícolas.**

La política económica estadounidense tendrá que decidir cómo hacer un aterrizaje suave. La inflación supone una desaceleración económica en cuanto que reduce la capacidad adquisitiva, y la política monetaria se deberá hacer más restrictiva para enfrentarla, lo que constituirá un nuevo factor de desaceleración de la actividad. De este modo, la Reserva Federal ahora deberá ponderar muy bien el ritmo de subidas de tipos de interés. En este sentido, en su reunión de marzo anunció subida de tipos de 0,25

puntos básicos (pbs) hasta 0,25%-0,50% e indicó que, en una próxima reunión, sin precisar si sería ya la próxima, empezaría con la reducción de balance. Por ahora, la estrategia es comunicar muy bien que habrá una secuencia de subidas de tipos de interés, las cuales estarían entre 9 y 10 de 0,25 pbs en 2022 (para terminar el año en el entorno de 2,5%) y sin cambios previsibles para 2023.

Conforme a lo anterior, una desaceleración de la actividad económica es inevitable debido a la inflación y a los costes energéticos en particular, así como al problema de las cadenas de suministro, todavía sin resolver, y al endurecimiento de la política monetaria. El contexto es de mucha incertidumbre respecto a los precios, al mercado laboral y a cómo reaccionarán el consumo y la inversión. En este sentido, estimamos que el consumo todavía se va a comportar razonablemente bien, por la fortaleza del mercado laboral y los ahorros acumulados, en tanto que la inversión se desacelerará y las exportaciones se reactivarán, especialmente por la energía y material militar.

A nivel de indicadores, los índices de gestores de compras (PMIs) de abril permanecen positivos, lo que es coherente con la situación de fuerte demanda, con el compuesto y manufacturero en 59,7 y el de servicios en 54,7 puntos. En el mercado laboral sigue creando empleo y el paro está en unos mínimos de 3,6% en marzo. El indicador de confianza del consumidor de la *Conference Board* se mantiene en los 107,2, pero el de la Universidad de Michigan empeora al 64,1. De esta forma, nuestra nueva estimación de crecimiento es ahora de 3,2% y 1,7% para 2022 y 2023, rebajadas desde 4,0% y 2,5% de nuestro informe previo (véase la Tabla 1.2.1, y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

Como se mencionó anteriormente, la inflación en marzo repuntó al 8,5% y la subyacente al 6,5%, con la alimentación +8,8%, la energía +32%, y los combustibles de automoción +48%, y el gas 22%. El principal riesgo ahora es cómo hacer aterrizar la inflación sin que la economía entre en recesión. Nos situamos entonces en un escenario muy dinámico en el que el

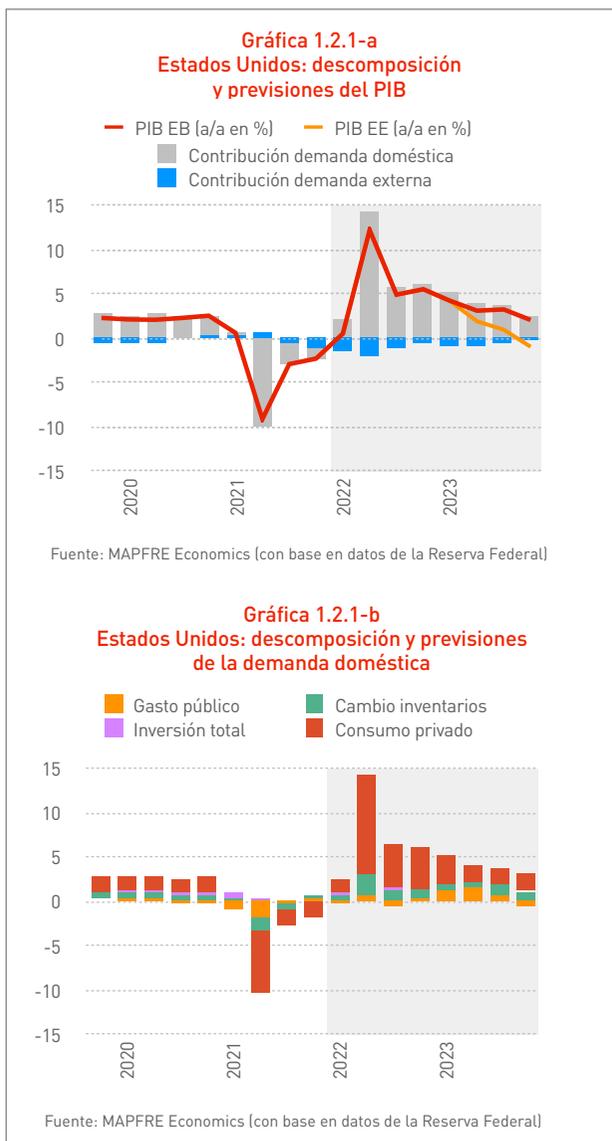
Tabla 1.2.1

## Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,7	3,2	1,7	1,5	0,6
Contribución de la demanda doméstica	2,5	3,3	2,5	-3,3	7,0	3,9	1,4	2,0	0,2
Contribución de la demanda externa	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-1,3	-0,7	0,3	-0,4	0,4
Contribución del consumo privado	1,7	2,0	1,5	-2,6	5,6	2,3	1,1	0,9	0,7
Contribución de la inversión total	0,8	0,9	0,7	-0,3	1,3	0,9	0,4	0,5	-0,2
Contribución del gasto público	0,0	0,2	0,3	0,3	0,1	0,0	0,2	0,0	0,2
Consumo privado (% a/a)	2,4	2,9	2,2	-3,8	7,9	3,3	1,6	1,3	1,0
Gasto público (% a/a)	0,0	1,2	2,0	2,0	1,1	-0,1	1,1	-0,1	1,1
Inversión total (% a/a)	3,8	4,4	3,1	-1,5	6,1	3,9	2,0	2,3	-1,1
Exportaciones (% a/a)	4,1	2,8	-0,1	-13,6	4,6	6,2	6,4	4,7	4,9
Importaciones (% a/a)	4,4	4,1	1,1	-8,9	14,0	6,7	1,9	4,4	0,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,2	3,8	3,6	6,8	4,2	3,4	3,7	4,0	4,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,1	1,9	2,3	1,4	7,0	6,9	3,0	7,3	3,8
Balance fiscal (% PIB)	-4,2	-6,1	-6,3	-15,3	-11,9	-5,9	-6,0	-6,5	-6,9
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-4,2	-4,3	-4,1	-4,3	-4,8	-5,2	-4,8	-5,2	-4,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,9	-2,1	-2,2	-2,9	-3,6	-4,1	-3,5	-4,0	-3,3
Tipo de interés oficial (final período)	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	2,50	2,50	2,75	3,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1,69	2,81	1,91	0,24	0,21	1,95	2,57	2,28	3,20
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,40	2,69	1,92	0,93	1,52	3,00	3,32	3,50	4,00
Tipo de cambio vs USD (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,13	1,16	1,11	1,12
Crédito privado (% a/a, media)	6,9	4,6	5,3	6,2	15,6	8,2	-0,7	7,7	-0,9
Crédito familias (% a/a, media)	3,4	3,5	3,0	3,4	6,5	8,0	6,8	8,0	7,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	6,1	9,1	6,6	8,7	2,1	7,3	4,8	7,4	4,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,9	2,2	2,2	5,6	4,2	2,3	1,3	2,4	1,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,3	7,6	7,6	16,4	12,1	6,0	6,3	6,8	6,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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



gobierno y la Reserva Federal deberán ir ajustando el rumbo sin grandes golpes en el timón e ir leyendo paso a paso los datos macroeconómicos que vayan saliendo, concretamente el comportamiento del mercado laboral en respuesta a la inflación.

El próximo 8 de noviembre se celebrarán elecciones de renovación del congreso. Los demócratas intentarán evitar una crisis económica a toda costa, la cual daría el congreso a los republicanos. Históricamente, el estado de la economía y las finanzas de los hogares son factores que influyen de manera muy significativa en el resultado de las elecciones. La administración del presidente J. Biden está pensando en liberar reservas estratégicas de petróleo para intentar moderar el precio doméstico de los energéticos. No obstante, el conflicto en Ucrania puede agravar los problemas de suministro, lo que incluye interrupciones en el mercado de fertilizantes agrícolas. Las mejores noticias que podrían llegar sería un cese del fuego en Ucrania, asumiendo un *status quo* a nivel geopolítico que implicaría, entre otras cuestiones, que Estados Unidos admita la realidad de mundo multipolar donde deben convivir diferentes potencias mundiales.

## 1.2.2 Eurozona

### Más inflación, menor crecimiento.

El contexto para la economía de la Eurozona ha cambiado sustancialmente. La invasión de Ucrania ha añadido tensión a los precios de la energía y a una inflación que había empezado a despegar desde enero de 2021. Por entonces, se trataba solo del desequilibrio entre demanda (fomentada con ayudas) y oferta (limitada por los confinamientos y otros problemas de las cadenas de suministro). Luego dio inicio la tensión en los precios del gas ante la no aprobación por parte de Alemania del gasoducto Nordstream 2, pagado por Rusia, en vísperas de las elecciones alemanas de septiembre. De hecho, para presionar una decisión, Rusia empezó a

tensionar los precios del gas. De ahí, y ante la falta de alternativas de suplir el gas en el *mix* de producción energética, vino la tensión en los precios de la electricidad. La electricidad ha subido en un año un 34% (febrero), el gas un 41,4%, los combustibles de automoción un 42,7% y la energía de calefacción un 23,4%. El problema radica en los costes para los productores (PPI), que han subido en un año un 31,4%. Durante un tiempo, los propios productores han absorbido el impacto, pero es de esperar que ahora el golpe se traslade a los precios del consumidor final.

- El ciclo de alza de la inflación se ha desatado; volver a encauzarla va a ser difícil, especialmente por los altos precios al productor. Se espera que se modere algo por el efecto de base.
- La energía es un tema por resolver, pero no será fácil ni rápido. No se volverá a la situación anterior, sino que se buscarán alternativas.
- El BCE ya giró hacia el fin del programa de compras, pero se toma su tiempo antes de subir tipos de interés.
- Se ha rebajado la previsión de crecimiento del PIB de 2022 al 2,9% desde el 3,9% previo.

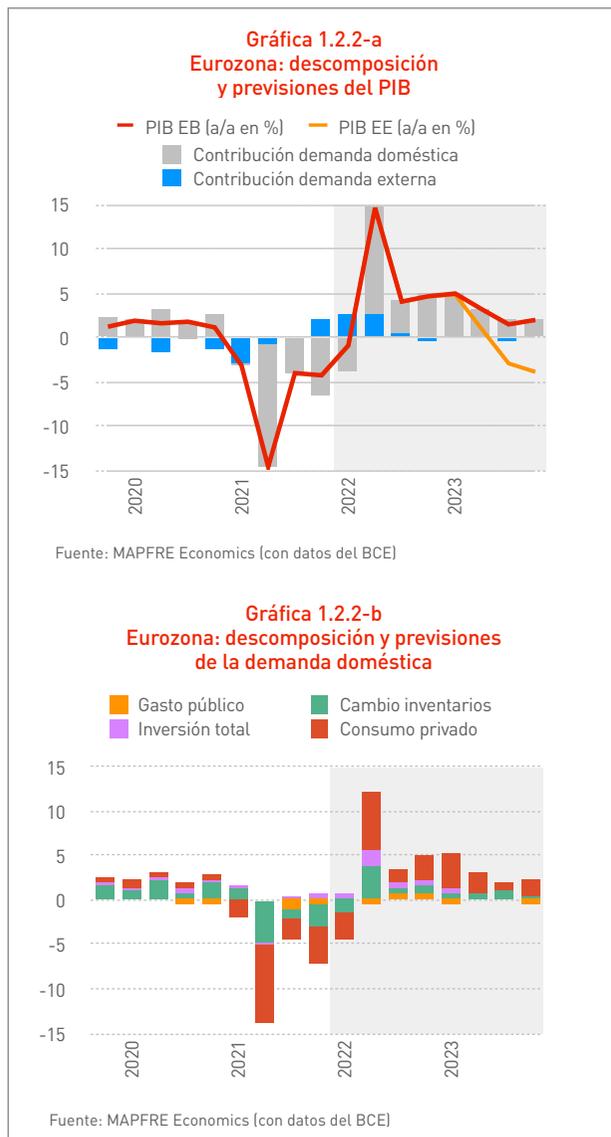
La inflación general en la Eurozona ha alcanzado el 7,4% en marzo, con la subyacente subiendo al 2,9%. Con el conflicto ucraniano y las sanciones en marcha, es difícil prever que los costes energéticos se moderen; solo se espera que bajen si se encuentra un compromiso de paz. Existen dudas de que, aún con paz, Occidente esté en disposición de reponer la situación anterior. La afirmación de que Alemania y otros países europeos buscan otras alternativas energéticas apunta a un nuevo marco energético en lugar de a una situación de reposición de las fuentes de suministro anteriores. Asimismo, es importante referir que hay una importante tensión en los precios e incluso rebaja de oferta en los fertilizantes, lo que se traducirá en mayores precios de los productos agrícolas. No obstante, si al menos la energía se estabiliza por efecto de base, la inflación se moderará.

Tabla 1.2.2  
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,8	1,8	1,6	-6,5	5,3	2,9	2,7	-0,3	-0,2
Contribución de la demanda doméstica	2,3	1,7	2,4	-6,1	3,9	3,0	2,8	-0,3	-0,3
Contribución de la demanda externa	0,5	0,1	-0,9	-0,4	1,4	-0,1	-0,1	0,0	0,2
Contribución del consumo privado	1,0	0,8	0,7	-4,2	1,8	2,3	1,9	0,5	0,8
Contribución de la inversión total	0,9	0,6	1,5	-1,6	0,9	0,6	0,8	-0,5	-0,8
Contribución del gasto público	0,2	0,2	0,4	0,2	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,9	1,4	1,4	-8,0	3,5	4,4	3,6	1,0	1,4
Gasto público (% a/a)	1,1	1,0	1,8	1,1	3,8	1,0	0,8	1,0	0,8
Inversión total (% a/a)	4,2	3,1	6,8	-7,3	4,3	3,0	3,8	-2,5	-3,7
Exportaciones (% a/a)	6,0	3,6	2,7	-9,4	10,9	4,3	3,4	1,8	0,6
Importaciones (% a/a)	5,5	3,7	4,8	-9,2	8,6	4,9	3,8	2,1	0,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	8,8	8,0	7,5	8,3	7,1	7,5	7,4	8,9	9,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	1,9	1,0	-0,3	4,6	5,5	3,0	6,0	3,5
Balance fiscal (% PIB)	-0,9	-0,4	-0,6	-7,2	-5,4	-4,0	-2,8	-5,4	-5,6
Balance fiscal primario (% PIB)	1,0	1,4	1,0	-5,7	-3,9	-2,6	-1,5	-3,9	-4,1
Balance comercial (% PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,2	3,1	2,4	1,9	2,5	1,1	1,3	0,1	0,2
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	-0,42	0,16	-0,24	-0,26
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,13	1,17	0,32	-0,19	0,32	1,20	1,85	1,90	3,00
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,13	1,16	1,11	1,12
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,3	2,4	3,4	2,9	3,5	3,1	5,3	2,4	3,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,2	1,9	2,0	2,5	3,0	3,6	3,5	1,8	1,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,5	-0,5	1,4	-2,5	-0,2	0,7	2,8	0,6	3,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	12,3	12,5	13,0	19,5	17,8	13,3	12,2	14,3	12,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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



A nivel de indicadores, los índices de gestores de compras (PMIs) de la Eurozona de abril muestran un comportamiento mixto, con el compuesto en 55,8, el manufacturero en 55,3 y el de servicios en 57,7 puntos. El Indicador de Sentimiento Económico de la Comisión Europea también empeora, situándose en 108,5; el del consumidor baja hasta -18,7, el de la industria baja al 10,4 y el de los servicios sube al 14,4.

Con todo ello, se espera que la inflación sea más alta y persistente que en el escenario previo a la invasión de Ucrania, aunque la predicción se vuelve más complicada debido a la volatilidad en los precios energéticos. La subida de precios no vendrá acompañada en la misma magnitud por subida de salarios, por lo que la compresión del poder adquisitivo de los consumidores afectará al crecimiento. En este contexto, hemos rebajado nuestra estimación de crecimiento económico de la Eurozona al 2,9% en 2022 (desde 3,9% previo), y mantenemos un 2,7% para 2023 (véase la Tabla 1.2.2, y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

En su reunión de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) decidió reducir aceleradamente el programa de compras de activos convencional (APP) de abril a junio e indicó que para los meses posteriores se decidiría conforme a los datos que vayan saliendo. Asimismo, indicó que las subidas de tipos de interés empezarían “algún tiempo después” del final del programa de compras y serían en todo caso graduales. El consejo de gobierno está en disposición de mantener una política monetaria que apoye la recuperación, como se deduce de las “no subidas”, cuando los demás bancos centrales están subiendo tipos de interés, aunque el BCE podría verse presionado por la inflación y por las expectativas de inflación en los mercados.

El riesgo para la economía de la Eurozona es principalmente el repunte de la inflación, que va a reducir la renta disponible de los consumidores y los márgenes de las empresas, haciendo que estas sean más cautelosas en sus decisiones de inversión, lo que pasará factura al crecimiento de la economía. La resolución del problema energético será clave en los

próximos meses e incluso años. Mientras la inflación solo se moderará por el efecto base, el ciclo vicioso de la subida de precios ha empezado y volver a encauzar la dinámica inflacionaria será una tarea difícil.

### 1.2.3 España

#### El coste energético está en el centro de las preocupaciones.

La economía de España ha crecido a buen ritmo en el segundo semestre de 2021, con 2,6% t/t y 2,9% t/t en el tercer y cuarto trimestres, respectivamente. Sin embargo, el panorama ha cambiado con la subida de los costes energéticos y de los alimentos, con lo que la inflación general se ha situado en el 9,8%. Se espera ahora una moderación del crecimiento en los dos primeros trimestres (en el entorno de 0,6% t/t), porque la renta disponible real de las familias está bajando por efecto del aumento de los precios.

- El aumento de los costes de la energía se ha trasladado a las demás rúbricas del IPC.
- En la alimentación es evidente, ya que el precio de los fertilizantes lo agravará.
- Asimismo, esta situación ha generado paros en el transporte de mercancías, pesca y problemas graves en la agricultura y ganadería.
- El gobierno ha activado medidas de ayuda, pero solo después de dichos paros.

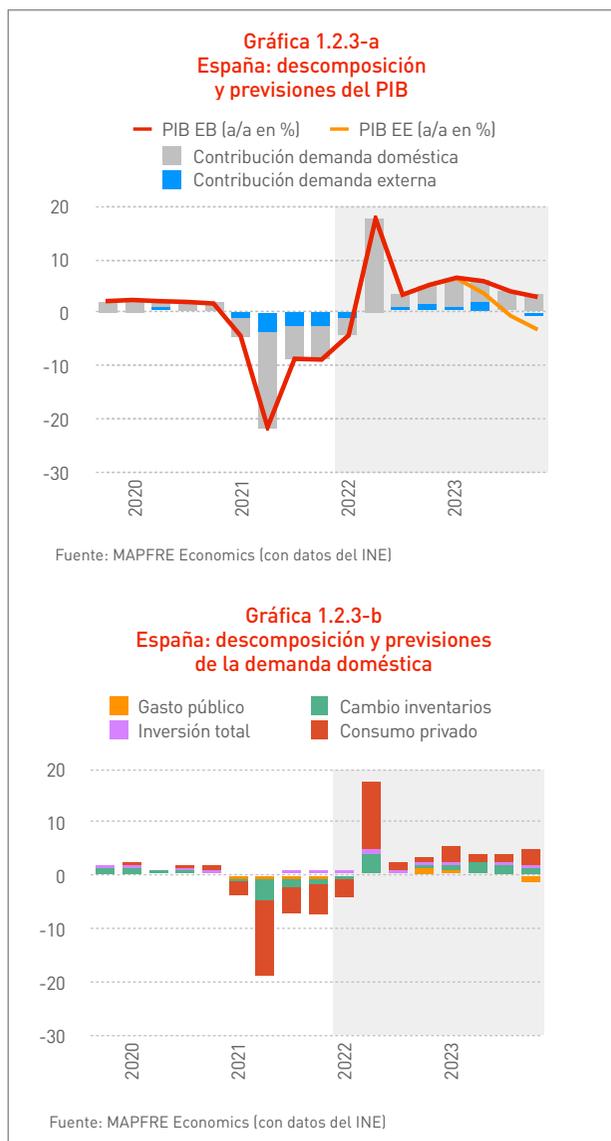
Respecto a indicadores de coyuntura, los índices de gestores de compras (PMIs) retroceden en marzo, con el compuesto en 53,1, el manufacturero en 54,2 y el de servicios en 53,4 puntos. Las ventas al por menor de febrero se desaceleraron al 0,9% a/a, desde el 4,0% anterior (desestacionalizado). La confianza del consumidor, por su parte, se situó en -9 en febrero, con las componentes relativas a situación económica

**Tabla 1.2.3**  
España: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>(e)</sup>	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>	2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a)	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,0	4,2	3,0	-0,5	-0,3
Contribución de la demanda doméstica	3,2	2,9	1,6	-8,8	4,6	3,5	3,1	0,2	-0,1
Contribución de la demanda externa	-0,2	-0,7	0,5	-2,1	0,4	0,7	0,1	-0,7	-0,2
Contribución del consumo privado	1,8	1,0	0,6	-6,8	2,6	2,0	1,9	0,2	0,4
Contribución de la inversión total	1,3	1,2	0,9	-1,9	0,8	1,1	1,0	0,0	-0,5
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,4	0,7	0,6	0,3	0,2	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	3,0	1,7	1,0	-12,0	4,6	3,6	3,5	0,6	2,2
Gasto público (% a/a)	1,0	2,3	2,0	3,3	3,0	1,6	1,0	1,6	1,0
Inversión total (% a/a)	6,8	6,3	4,5	-9,5	4,1	7,3	6,3	1,0	-2,5
Exportaciones (% a/a)	5,5	1,7	2,5	-20,2	13,4	7,9	4,1	5,7	1,7
Importaciones (% a/a)	6,8	3,9	1,2	-15,2	12,8	6,5	5,0	2,7	-0,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	14,2	13,9	16,8	16,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,1	1,2	0,8	-0,5	6,6	5,5	2,1	7,0	2,6
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-7,0	-5,5	-4,1	-7,2	-6,9
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,5	-0,1	-0,6	-8,8	-4,9	-3,6	-2,3	-5,2	-4,9
Balance comercial (% PIB)	-1,9	-2,4	-2,2	-0,8	-1,5	-4,1	-4,2	-5,5	-5,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	1,9	2,1	0,8	0,7	0,6	1,4	-0,5	0,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	-0,42	0,16	-0,24	-0,26
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,57	1,42	0,47	0,06	0,60	2,20	2,80	2,85	3,53
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,13	1,16	1,11	1,12
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-1,4	-0,3	-0,2	-0,9	0,0	2,0	3,7	1,3	1,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,1	-2,0	-0,8	1,8	3,1	2,9	3,0	-3,6	-6,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-5,9	3,8	-6,5	1,6	0,2	-3,2	3,6	-3,2	4,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,8	5,6	8,3	15,2	11,3	7,6	6,0	8,4	6,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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



futura en -0,4. La producción industrial cayó -0,1% mes/mes (+1,7% a/a) en enero, esperándose nuevas contracciones en los demás meses del trimestre por los paros en las fábricas debidos a los altos costes energéticos. En este contexto, hemos revisado las perspectivas de crecimiento de la economía española para 2022 al 4,2%, desde 5,5% de nuestro informe previo, y al 3,0% para 2023, desde 4,3% anterior (véase la Tabla 1.2.3, y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

El gobierno español ha activado apoyos para paliar el impacto económico de la guerra en Ucrania, mediante ayudas y préstamos a empresas, descuentos en carburantes, rebaja de los impuestos en la factura de la electricidad o ayudas a la agricultura y a la pesca. La mayor parte de las ayudas han llegado únicamente a finales de marzo, después de una huelga de camioneros de 15 días, manifestaciones de agricultores y con la flota pesquera sin salir a pescar.

España, junto con Portugal, han conseguido en una reunión especial para abordar el tema energético que Europa considere la Península Ibérica como una “isla energética”, debido a la mala conexión energética con el resto de Europa. España ha sufrido una de las mayores subidas en el precio de la electricidad en Europa. De esta forma, han conseguido que Bruselas autorice la intervención en precios en el mercado mayorista de la electricidad. El argumento es que en la fórmula para el cálculo del “pool” europeo el peso del gas es mucho mayor en comparación con el peso del *mix* de producción español. Ello provoca altos márgenes para las eléctricas en las demás tecnologías de producción, conocidos como “beneficios caídos del cielo” (*windfall profits*).

La inflación se situó en el 9,8% a/a en marzo (+3,0% m/m), resaltando el coste de vivienda, suministros de la vivienda y transporte. La subyacente sube al 3,4%, lo que muestra que los costes de la energía y materias primas ya contagian las demás rúbricas. Las subidas en la alimentación son evidentes (6,8% marzo) y los altos precios de los fertilizantes los agravarán. La subida de precios en la producción es sorprendentemente

alta (+40,7% en febrero), debido a los costes de la electricidad y del gas, motivando la interrupción de la producción en muchas fábricas. El gobierno ha llamado a la moderación salarial, ha subido las pensiones solo en 2,5% y está tratando de limitar las subidas de precios (vivienda en alquiler 2%) con el fin de limitar la inflación.

Los riesgos para la economía de España son principalmente el coste energético y una posible ampliación de la inflación a todas las rúbricas. El problema energético no tiene una rápida solución y la intervención en el precio, aunque no convencional, permitiría ajustarla a la realidad del mix de producción español. Se debe actuar con cautela pues, de no llegar a una fórmula de precio coherente, se puede desincentivar la inversión justo cuando es más necesaria. El conflicto ucraniano ha generado subidas de precios en energía y fertilizantes, lo cual ha afectado a muchos productos agrícolas, incluso en los países que no eran importadores directos, ya que han subido los precios en los mercados internacionales (trigo, maíz, aceite de girasol, etc.). Por otra parte, la entrada de turistas se deberá seguir recuperando a medida que las preocupaciones con la pandemia disminuyen, de modo que en ese frente se esperan buenas noticias. Finalmente, en una perspectiva más estructural y de medio plazo, el aprovechamiento eficaz de los fondos de la Unión Europea es fundamental para generar dinamismo en la economía española.

#### 1.2.4 Alemania

##### Las expectativas se moderan significativamente.

El PIB alemán en el último trimestre de 2021 se contrajo en términos inter-trimestrales (-0,35% t/t) a raíz de las restricciones generadas por la variante Ómicron. El arranque del 2022 parecía estable, hasta que estalló el conflicto en Ucrania. Ahora incluso podría presentarse una pequeña contracción en el primer trimestre de 2022 debido a los altos precios de la energía y a los

**Tabla 1.2.4**  
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	3,0	1,1	1,1	-4,9	2,9	2,0	3,1	-1,3	-0,5
Contribución de la demanda doméstica	2,7	1,6	1,8	-4,0	2,1	3,0	3,9	-0,5	-0,2
Contribución de la demanda externa	0,3	-0,5	-0,7	-0,9	0,7	-1,0	-0,8	-0,8	-0,3
Contribución del consumo privado	0,9	0,7	0,9	-3,2	0,1	3,1	2,7	1,3	1,2
Contribución de la inversión total	0,7	0,7	0,4	-0,6	0,3	0,6	1,1	-0,6	-0,8
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,6	0,8	0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,7	1,4	1,6	-6,1	0,1	5,9	5,0	2,4	2,3
Gasto público (% a/a)	1,7	1,0	3,0	3,5	3,1	-0,9	0,8	-0,9	0,8
Inversión total (% a/a)	3,3	3,5	1,9	-3,0	1,3	2,7	5,2	-2,8	-4,0
Exportaciones (% a/a)	5,6	2,5	1,1	-10,1	9,8	3,7	2,9	1,1	0,0
Importaciones (% a/a)	5,7	4,0	2,9	-9,2	9,1	6,3	4,8	3,2	0,8

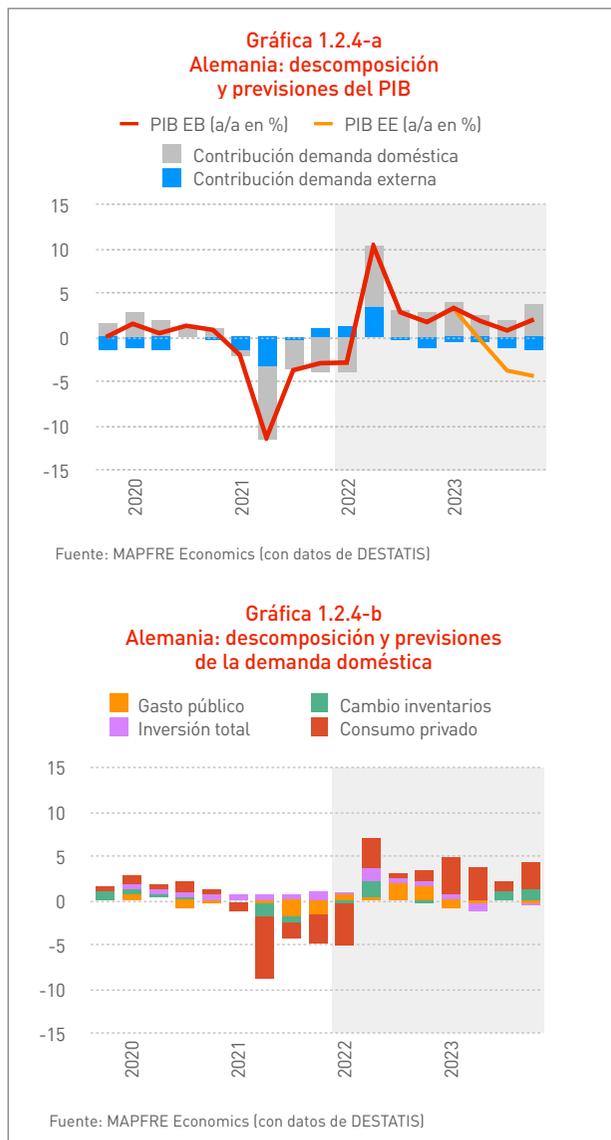
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,5	5,1	5,0	6,2	5,3	5,2	5,1	6,9	7,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	1,6	1,5	-0,3	5,3	5,5	2,6	7,5	3,0
Balance fiscal (% PIB)	1,3	1,9	1,5	-4,3	-3,7	-2,5	-1,3	-4,0	-4,7
Balance fiscal primario (% PIB)	2,3	2,8	2,3	-3,7	-3,1	-1,9	-0,7	-3,4	-4,1
Balance comercial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

Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	-0,42	0,16	-0,24	-0,26
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,43	0,25	-0,19	-0,58	-0,18	1,00	1,60	1,40	1,80
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,13	1,16	1,11	1,12
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.								
Crédito familias (% a/a, media)	3,2	2,3	4,7	4,3	3,8	1,7	10,4	0,7	7,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,9	9,4	4,4	3,5	2,8	3,6	3,3	3,4	2,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,6	0,4	10,3	9,5	11,0	6,6	5,1	6,7	5,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	10,6	11,3	10,7	16,2	15,1	9,7	9,1	10,8	9,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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



- **La economía alemana se aleja de una recesión, pero las expectativas bajan.**
- **La confianza de las empresas se ha reducido significativamente en marzo, lo que afectará a las decisiones de consumo e inversión.**
- **La confianza de los consumidores también ha disminuido, agravada por la invasión a Ucrania y los confinamientos de finales de 2021.**
- **Los riesgos son elevados a nivel de precios y suministro de energía y por el agravamiento de problemas en las cadenas de suministro.**

problemas de las cadenas de suministro que en vez de mejorar tenderán a agravarse.

Las expectativas IFO de las empresas empeoraron visiblemente en marzo hasta 85,1 desde 99,2, y la valoración de la situación actual también bajó al 97,0 desde 98,6 previo. Las expectativas ZEW bajaron espectacularmente al -39,3 desde +54,3. La confianza del consumidor GfK lleva 4 meses empeorando, adentrándose en terreno negativo (-8,1 en marzo), mientras en noviembre se situaba en valores positivos. Asimismo,

los PMIs (índices de gestores de compras) vuelven a retroceder en abril, con el compuesto en 54,5, el de servicios en 57,9 y el manufacturero en 54,1 puntos.

Una percepción negativa del futuro por parte de las empresas convertirá las decisiones de inversión en más cautelosas, lo cual afectará al PIB. En este contexto, hemos vuelto a rebajar nuestras estimaciones de crecimiento para la economía alemana, aunque creemos que se librará de entrar en recesión en 2022, a menos que haya un corte de suministro de energía desde Rusia, ya que Alemania difícilmente conseguirá sustituir íntegramente el suministro de gas ruso (>50% de sus compras). De esta forma, nuestra estimación de crecimiento del PIB para 2022 se sitúa ahora en el 2,0%, desde el 3,9% de nuestro informe previo (véase la Tabla 1.2.4, y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Por su parte, la inflación de marzo se situó en 7,3%, y el índice sin energía en 3,6%. Por rúbricas (en febrero) se observan: alimentos (+5,1%), energía para los hogares (+20,8%) y combustibles (+40%), que repercute en el transporte en general (+11%) y en restaurantes y hoteles (+5,1%).

Los riesgos de interrupción económica son elevados. Alemania depende en gran medida de la importación de energía de Rusia, especialmente del gas. En este sentido, ya ha anunciado que a la larga va a reducir su dependencia, pero a corto plazo no consigue sustituir totalmente esa fuente. Ello supone un riesgo importante, tanto si le presionan para que se cumplan las sanciones a Rusia, como por decisión unilateral de ese país de cortar el suministro de gas. Una economía tan industrializada como la alemana podría entrar en recesión si hay racionamiento energético a la industria. La tensión con Rusia, al contrario de disminuir, parece ir en aumento. Los problemas en la cadena de suministro ahora tenderán a agravarse, especialmente ciertos minerales y metales de los cuales la industria se nutre. Los problemas de suministro también se amplían ahora a algunos productos agrícolas como el trigo o el aceite de girasol. El problema no radica solo en el suministro por parte de los países en conflicto, sino que otros países, por precaución o por interés económico, se están reservando su propia producción de esos productos.

### 1.2.5 Italia

#### **Acusada desaceleración económica por los elevados costes energéticos.**

Se prevé una acusada desaceleración para la economía de Italia, que ya se empezó a observar en los dos últimos trimestres. Esto se debe a la importante subida de los costes energéticos, registrando máximos en el gas, la electricidad o el petróleo desde hace muchos años. La electricidad sube un 82% y el gas un 64% en un año (febrero). El índice de precios al

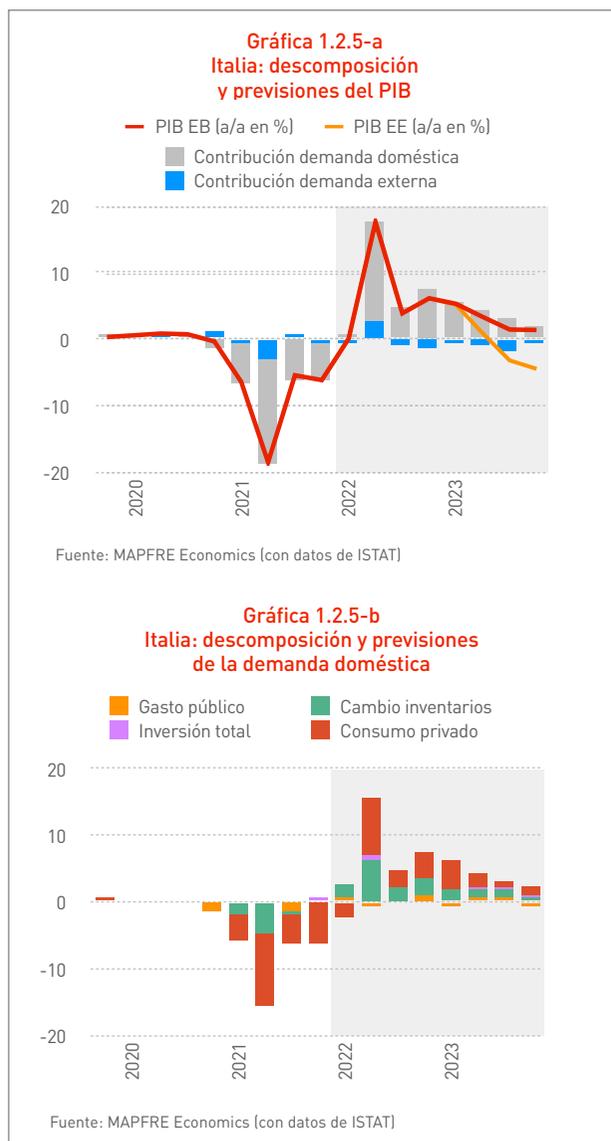
Tabla 1.2.5

## Italia: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	1,7	0,8	0,5	-9,1	6,6	2,9	2,2	-0,4	-0,5
Contribución de la demanda doméstica	1,7	1,1	-0,2	-8,3	6,7	3,7	2,2	0,4	-0,6
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,3	0,7	-0,8	-0,1	-0,9	0,0	-0,9	0,1
Contribución del consumo privado	0,9	0,6	0,1	-6,3	3,0	2,2	1,9	0,2	0,6
Contribución de la inversión total	0,6	0,5	0,2	-1,7	3,4	1,2	0,5	-0,1	-0,9
Contribución del gasto público	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,3	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,0	0,2	-10,6	5,2	3,7	3,2	0,3	1,0
Gasto público (% a/a)	-0,1	0,1	-0,5	0,5	1,0	1,6	0,6	1,6	0,6
Inversión total (% a/a)	3,4	2,9	1,2	-9,2	17,0	5,7	2,3	-0,5	-4,9
Exportaciones (% a/a)	6,0	1,7	1,8	-14,2	13,4	4,0	4,0	0,7	0,1
Importaciones (% a/a)	6,5	2,9	-0,5	-12,7	14,6	7,0	4,1	3,6	-0,1
Tasa de paro (% último trimestre)	11,0	10,6	9,8	9,8	9,3	9,4	9,1	10,4	10,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	1,1	0,5	-0,2	3,9	6,0	2,0	8,4	3,0
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-2,2	-1,5	-9,6	-7,2	-5,0	-4,1	-6,4	-6,9
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,4	1,9	-6,1	-3,7	-1,5	-0,7	-2,9	-3,3
Balance comercial (% PIB)	3,1	2,6	3,4	4,1	3,4	0,6	1,3	-0,5	-0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,6	2,6	3,3	3,7	3,3	1,0	1,1	-0,1	-0,6
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	-0,42	0,16	-0,24	-0,26
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,00	2,77	1,43	0,52	1,19	2,64	3,51	3,20	4,48
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,13	1,16	1,11	1,12
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,2	1,8	2,2	1,2	3,0	4,2	4,7	3,4	2,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,0	-0,5	-0,7	2,8	0,0	0,9	3,0	-5,5	-4,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-13,2	25,1	-5,8	-10,9	22,1	-1,0	-1,6	-3,2	-2,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	9,7	9,6	9,5	17,0	14,0	9,4	8,4	10,3	8,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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



productor de enero aumenta +41,8% a/a, con la rúbrica energía duplicándose en un año (+118%). Con los precios al productor tan altos, va a ser imposible contener por mucho tiempo los precios al consumidor.

En el cuarto trimestre de 2021, Italia estaba empezando a entrar en una desaceleración, a medida que los costes energéticos iban aumentando, observándose un frenazo con respecto a los dos trimestres anteriores. Para el primer trimestre de 2022 la situación se ha agravado, de modo que se espera una contracción de la actividad con respecto al trimestre anterior (-0,5%), aunque en interanual seguirá positivo (+5%). A la vista de las circunstancias y sin solución fácil para los costes energéticos, es de esperar una desaceleración de la actividad en un país donde el consumo energético es clave para la industria.

Los índices de gestores de compras (PMIs) empeoran en marzo, con el compuesto 52,1, el manufacturero 55,8 y el de servicios 52,1 puntos. La producción industrial subió un +3,3% a/a (+4,0 m/m), porque los problemas en la cadena de suministro persisten. Las ventas de coches se situaron un -22,6% por debajo del año anterior (febrero). Por su parte, la confianza del consumidor (108) y la manufacturera (111) disminuyen ligeramente en febrero. En este contexto, hemos rebajado la perspectiva de crecimiento para 2022 en 1,5 puntos porcentuales, hasta 2,9%, desde 4,4% previo, y para 2023 en 1,2 puntos porcentuales, al 2,2% desde los 2,5% de nuestro informe previo (véase la Tabla 1.2.5, y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

Por otra parte, la inflación en marzo se ha situado en 6,7%. A esta subida contribuyen combustibles (+37%), electricidad (+82%) y servicios de transporte (12,1%). Preocupa especialmente la subida de precios al productor (+41,4% en febrero), ya que es de esperar que esas subidas se trasladen a los productos finales. Para paliar los efectos del aumento en los costes energéticos, el gobierno de M. Draghi ha establecido unas ayudas de 3,5 millardos de euros a los particulares y otro tanto para las empresas. Esto es posible porque a nivel fiscal los ingresos también se

están comportando favorablemente por efecto de la inflación. Italia planea un uso de los fondos NGEU en 2022 equivalente al 1,1% del PIB en subvenciones y un 1,2% del PIB en préstamos. Para recibir el siguiente tramo de 24 millardos de euros, Italia tiene que cumplir 45 hitos conforme ha presentado en su plan de Recuperación y Resiliencia.

A nivel de riesgos, después de que el presidente Sergio Mattarella ha sido renovado en el cargo y M. Draghi sigue como Primer Ministro, el riesgo político en Italia se ha reducido sustancialmente.

Ahora los riesgos son principalmente la inflación y una bajada de la actividad económica. Es posible entrar en recesión, aunque aún no es nuestro escenario central. Las subidas de rendimientos de los bonos, junto con el acercamiento del final del programa de compras del BCE, puede representar un encargo extra en gastos por intereses para las arcas públicas, lo que le dejaría menos margen de maniobra fiscal. El fantasma del deterioro de la solvencia está siempre ahí, pero mientras Italia continúe progresando con las reformas tendrá el apoyo del BCE y de la Unión Europea.

- Como en los demás países de la Eurozona, en Italia preocupa la inflación, especialmente en la energía.
- Los precios al productor están disparados y es cuestión de tiempo para que se trasladen al consumidor.
- Por ahora, el escenario central es solo de una desaceleración, pero persiste la incertidumbre; una recesión todavía no es nuestro escenario central.
- Mientras haya fondos de la Unión Europea y se sigan haciendo reformas, Italia seguirá con el apoyo de las instituciones europeas.
- La subida de rendimientos de los bonos es un aspecto a vigilar.

## 1.2.6 Reino Unido

### Preparándose para el impacto: ingresos reales sufren con la inflación.

La inflación es el tema más preocupante en este momento para Reino Unido. Después de años de expansión monetaria y de persistencia de bajos tipos de interés, de una pandemia que obligaba a llevar a cabo políticas de estímulo de la demanda (pero que a la vez restringía la oferta con los sucesivos confinamientos), un sobrecoste a la hora de la aplicación de políticas de transición energética verde (incrementando sus efectos a la hora de medir la inflación, con un impacto añadido sobre la capacidad de producción eléctrica y petrolífera), esta sucesión de eventos llegaría a su culmen con la invasión de Ucrania y las sucesivas sanciones que provocarían la retirada del mercado de materias primas y agrícola a dos grandes países productores. A todo ello se añade, el reciente proceso político que supuso el abandono por parte del Reino Unido de su condición de Estado miembro de la Unión Europea (el Brexit).

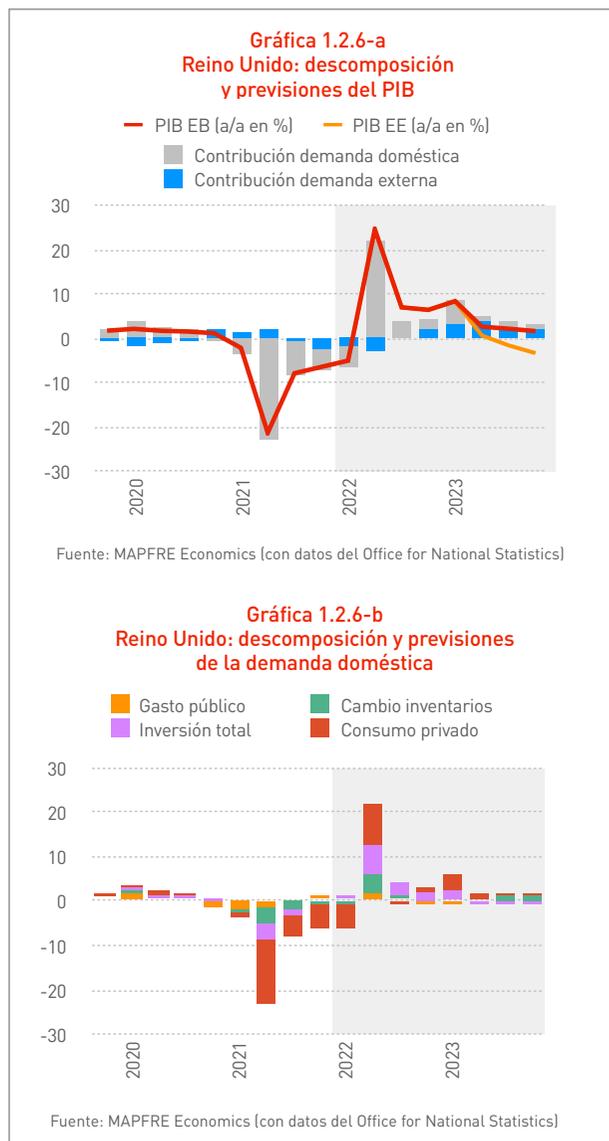
- **La inflación general en marzo se situó en 7,0%, con la subyacente en 5,7% y se espera que siga subiendo al menos dos meses más.**
- **Una desaceleración del consumo privado parece ser inevitable.**
- **Los altos precios de la energía no tienen solución rápida mientras persista el conflicto en Ucrania.**
- **El Banco de Inglaterra subió los tipos de interés en 25 pbs hasta 0,75% y seguirá subiendo en mayo.**

Estas nuevas condiciones económicas han supuesto un duro golpe para la economía, sobre todo para la economía doméstica. La subida de precios provocará que las familias sufran una pérdida en su poder adquisitivo, suponiendo un impacto negativo sobre el mayor componente del PIB, el

consumo privado. Para 2022, las estimaciones acerca del impacto que tendrán estos nuevos factores (0,5 puntos porcentuales), se verán compensados, por un lado, por las expectativas de un primer trimestre fuerte y, por otro lado, por el ahorro que el consumidor pudo ir acumulando a lo largo de los meses de confinamiento. De cara a 2023, cuando estos factores de contención desaparezcan, el escenario que se plantea será más adverso, con una inflación que impactará con un mayor rezago y fuerza.

Los problemas que se veían planteados en las cadenas de suministros, que provocaron cuellos de botella en la producción, se verán alargados principalmente por el rebrote pandémico que se está experimentando en China. Durante febrero, las ventas al por menor crecían positivamente (+7,0%), pero con un efecto base (-3,7% en febrero 2021) motivado principalmente por el escenario atípico que marcaba la pandemia durante febrero de 2020. Las matriculaciones de vehículos han crecido un +15% a/a, pero aún siguen por debajo de la tendencia que venía marcando el escenario pre-pandemia. En cuanto a la confianza del consumidor (GFK), esta continuó empeorando en marzo (-26). Por otro lado, los índices de gestores de compras (PMIs) de abril empeoraron con el compuesto en 57,6, el manufacturero en 55,3 y el de servicios en 58,3 puntos. En este marco, rebajamos nuestra estimación de crecimiento para 2022 en 0,7 puntos porcentuales desde un 4,4% a 3,7%, y en -1,2 puntos porcentuales para 2023, de 2,8% a 1,6%. La desaceleración económica se hará notar principalmente en el consumo privado (-0,7 pp, hasta el +4,7%) y en las exportaciones (-2,7 pp hasta el +5,3%) por el mayor impacto de la desaceleración en el sector externo (véase la Tabla 1.2.6, y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

La inflación, por su parte, se disparó hasta alcanzar un 7,0% para marzo, con una tendencia al alza también para la subyacente, llegando a ser del 5,7%, acentuándose principalmente en la subida de la energía (+23,1%) y los vehículos (de segunda mano, principalmente) (+30,6%), aunque también los alimentos (+5,1%), ropa (+8,9%) y hostelería (+5,0%). El Banco



**Tabla 1.2.6**  
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,1	1,7	1,7	-9,4	7,5	3,7	1,6	0,9	-1,0
Contribución de la demanda doméstica	1,9	0,9	1,9	-9,8	8,2	4,7	0,8	1,7	-2,3
Contribución de la demanda externa	0,3	0,8	-0,2	0,4	-0,7	-1,1	0,9	-0,8	1,3
Contribución del consumo privado	1,0	1,3	0,8	-6,4	3,7	2,8	0,3	0,8	-1,5
Contribución de la inversión total	0,6	0,0	0,1	-1,7	0,9	1,2	0,6	0,3	-0,5
Contribución del gasto público	0,1	0,1	0,8	-1,1	3,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Consumo privado (% a/a)	1,6	2,1	1,2	-10,5	6,1	4,6	0,6	1,3	-2,5
Gasto público (% a/a)	0,6	0,4	4,2	-5,4	14,5	1,4	1,2	1,4	1,2
Inversión total (% a/a)	3,3	-0,1	0,5	-9,4	5,3	6,7	3,5	1,8	-2,7
Exportaciones (% a/a)	5,7	2,8	3,4	-13,9	-1,1	5,3	5,8	3,8	4,5
Importaciones (% a/a)	2,9	3,1	2,9	-15,9	3,0	8,5	2,3	6,1	-0,7
Tasa de paro (% último trimestre)	4,4	4,0	3,8	5,2	4,1	3,8	3,8	4,6	5,6
Inflación (% a/a último trimestre)	2,7	2,0	1,3	0,8	4,8	6,8	3,3	9,5	4,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-2,2	-2,3	-13,0	-8,8	-5,0	-2,7	-5,6	-4,8
Balance fiscal primario (% PIB)	0,4	0,4	0,0	-11,0	-6,1	-0,1	0,6	-0,6	-1,3
Balance comercial (% PIB)	-6,7	-6,5	-6,1	-6,1	-6,7	-7,8	-6,7	-8,6	-7,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,6	-3,9	-2,7	-2,7	-2,9	-4,6	-3,3	-5,2	-3,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,75	0,75	0,10	0,25	1,00	1,25	0,87	1,38
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,52	0,91	0,79	0,03	0,26	1,33	1,70	1,17	1,71
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,19	1,27	0,83	0,20	0,97	2,00	2,55	2,37	3,33
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,35	1,28	1,32	1,36	1,35	1,35	1,39	1,34	1,39
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,13	1,11	1,18	1,11	1,19	1,19	1,19	1,19	1,20
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)	4,0	3,1	2,1	2,9	3,5	4,7	6,3	4,6	5,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,4	2,7	1,6	5,6	-1,3	1,5	2,1	1,4	1,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,5	5,5	2,2	9,0	-5,6	6,1	4,6	6,3	5,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	4,8	4,8	4,6	13,8	11,0	5,8	7,1	6,7	7,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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

de Inglaterra, en su reunión en marzo, elevó los tipos de interés en 25 pbs hasta 0,75%. Con base en la evaluación de la situación económica, el comité consideró que podría ser conveniente un nuevo y modesto endurecimiento de la política monetaria en los próximos meses, pero existen riesgos en ambos sentidos a esta opinión, y la decisión se tomará en función de la evolución de las perspectivas de inflación a medio plazo. Las perspectivas para la inflación ya eran altas antes de la invasión de Ucrania y ahora se han agravado.

Los riesgos para la economía de Reino Unido claramente se han agravado, especialmente porque se puede dar una desaceleración del consumo privado. Todo depende del comportamiento de los salarios y si las familias están dispuestas a hacer uso de su ahorro acumulado. En el caso de que opten por reducir su consumo, podríamos acercarnos a la recesión. Si el precio de la energía no frena su escalada, la inflación podría seguir subiendo durante un par de meses o incluso más, lo que significaría que el efecto de la inflación ya se ha transmitido a todos los productos. El Banco de Inglaterra deberá seguir subiendo tipos de interés, pero estos deberán ser aplicados de forma gradual, ya que una subida precipitada podría empeorar aún más la situación. Siguen existiendo expectativas de una moderación de los precios de la energía y materias primas, pero solo el desarrollo de la guerra será capaz demostrarlo.

### 1.2.7 Japón

#### **La economía crecerá menos debido a la subida de costes de las materias primas.**

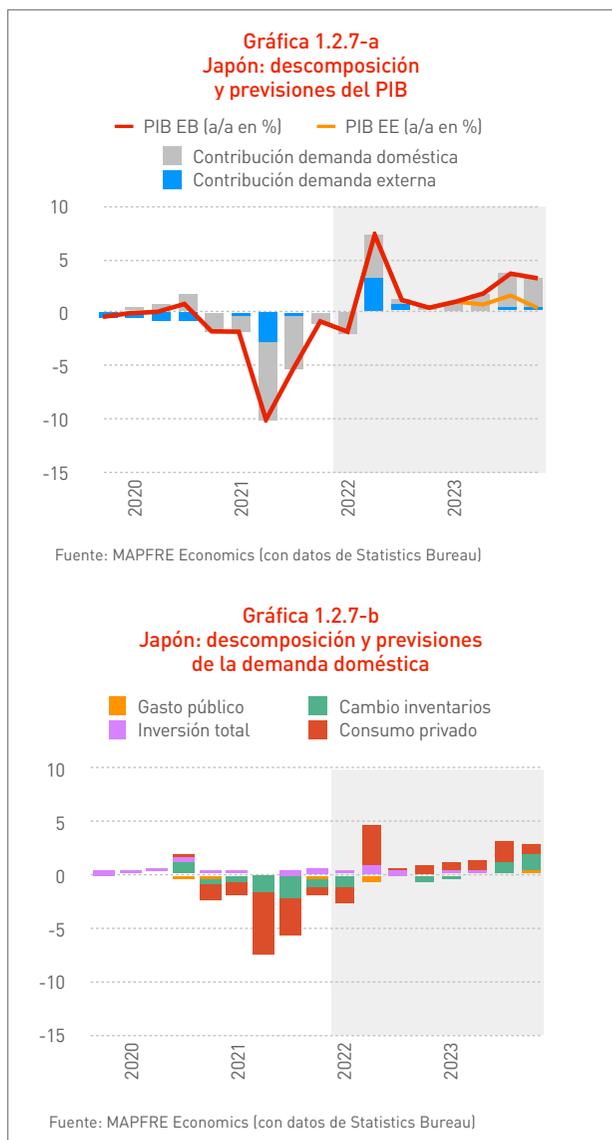
El contexto de desaceleración mundial afecta naturalmente a la economía japonesa debido a su condición de isla, especialmente por el aumento de precios de las materias primas, metales, y energía. Los índices de gestores de compras (PMIs) se mantuvieron débiles en marzo, con el compuesto en 50,9, el manufacturero en 53,4 y el de servicios en 50,5 puntos.

Varios índices y encuestas en base a las expectativas se han moderado, como se puede observar en las realizadas en base a la confianza de los consumidores (35), en los Indicadores adelantados CI (103,6), y en la encuesta a observadores de la economía (Perspectivas:43). Las ventas de coches bajan un -18% respecto a febrero del año anterior y la producción de vehículos cae un -5%. La producción industrial, crece 0,2% en febrero. En cambio, las ventas al por menor decrecen -0,4% en el mes (+6,0% en el año febrero). Mientras tanto, el sector terciario continúa esperando una recuperación liderada por un fuerte rebote de la demanda interna una vez levantadas las medidas de aislamiento (21 de marzo). En este sentido, se espera que el gobierno siga suavizando las restricciones de distanciamiento durante los próximos meses. También se espera un crecimiento de la inversión (+2,1%) tras dos años en los que venía registrando caídas consecutivas. De esta forma, se prevé que la economía japonesa crezca un 2,8% en 2022 (8 décimas menos que lo previsto en nuestro informe anterior), con un consumo interno que se modera (+2,3%), siendo las exportaciones el principal impulsor de este crecimiento (+6,4%), especialmente por el comercio con otros países asiáticos (véase la Tabla 1.2.7, y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

Por otra parte, la inflación se ha situado en torno al 1,2% en marzo, con la subyacente en torno al -0,7%. Cabe señalar que, por ahora, la inflación se ha circunscrito principalmente a los precios al productor (+9,3%). A este

- **Se prevé un crecimiento económico en 2022 del 2,4%, 8 décimas menos que en nuestro informe anterior.**
- **El sector industrial es ahora menos positivo respecto a las perspectivas por la subida del coste de las materias primas, la energía y el alargamiento de los problemas en las cadenas de suministro.**
- **Las ventas de automóviles son menores que en 2021 (-18%) y la producción también (-5%).**
- **Asimismo, el sentimiento del consumidor se modera .**

**Tabla 1.2.7**  
**Japón: principales agregados macroeconómicos**



	2017	2018	2019	2020	2021 (e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	1,7	0,6	-0,2	-4,5	1,7	2,4	2,0	0,9	1,4
Contribución de la demanda doméstica	1,2	0,5	0,2	-3,8	0,7	2,1	1,8	0,6	1,3
Contribución de la demanda externa	0,5	0,0	-0,5	-0,8	1,0	0,3	0,2	0,3	0,1
Contribución del consumo privado	0,6	0,1	-0,3	-2,8	0,7	1,2	0,7	0,3	0,5
Contribución de la inversión total	0,4	0,1	0,2	-1,2	-0,3	0,5	1,2	0,1	0,7
Contribución del gasto público	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	-0,1	0,2	-0,1
Consumo privado (% a/a)	1,1	0,2	-0,5	-5,2	1,3	2,1	1,2	0,5	0,9
Gasto público (% a/a)	0,1	1,0	1,9	2,3	2,1	0,9	-0,4	0,9	-0,4
Inversión total (% a/a)	1,7	0,3	1,0	-4,7	-1,4	2,1	3,0	0,3	3,0
Exportaciones (% a/a)	6,6	3,8	-1,4	-11,9	11,8	5,9	4,7	4,1	3,0
Importaciones (% a/a)	3,3	3,8	1,1	-7,2	5,2	4,3	3,9	2,5	2,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,7	2,4	2,3	3,0	2,7	2,6	2,4	2,8	2,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,6	0,9	0,5	-0,9	0,5	2,0	0,9	3,0	1,1
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-2,5	-2,9	-9,5	-8,5	-6,6	-4,8	-7,1	-5,9
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	0,9	0,2	0,0	0,6	0,3	-1,0	-0,1	-1,1	-0,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	4,2	3,5	3,4	2,9	2,9	1,8	2,9	1,6	2,6
Tipo de interés oficial (final período)	-0,06	-0,06	-0,07	-0,03	-0,02	-0,05	-0,09	0,00	0,07
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,07	0,07	0,07	0,08	0,07	0,07	0,03	0,12	0,19
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,05	0,01	-0,02	0,04	0,09	0,24	0,30	0,35	0,44
Tipo de cambio vs USD (final período)	112,90	110,83	109,12	103,54	115,00	113,96	109,91	115,05	110,59
Tipo de cambio vs Euro (final período)	135,40	126,90	122,59	127,05	130,25	128,87	128,03	130,19	128,48
Crédito privado (% a/a, media)	4,2	2,5	1,7	5,3	2,9	1,6	0,9	1,2	0,0
Crédito familias (% a/a, media)	2,2	2,5	2,3	2,4	2,2	0,8	0,7	0,6	0,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,4	2,3	3,4	8,1	3,6	-0,7	-1,0	-0,8	-1,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,0	6,3	2,9	17,0	7,1	-5,0	-6,0	-5,0	-6,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	1,6	1,7	2,7	10,6	6,7	3,0	2,4	3,7	2,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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

efecto se le contribuye la desaceleración de los salarios, los cuales están creciendo en torno a un 0,9%, provocando que a la larga los productores tengan que repercutir la subida de sus costes. En cuanto a los principales componentes de la cesta del consumidor, los combustibles subieron un 33%, la electricidad un 20%, el gas 16,5%, y la alimentación un 2,8%. El Banco de Japón, en su reunión de diciembre, decidió mantener los tipos de interés negativos en -0,10% y continuar con la flexibilización monetaria cuantitativa y cualitativa (QQE) con control de la curva de rendimientos, con el fin de poder alcanzar el objetivo de estabilidad de precios del 2% y poder mantener dicho objetivo de forma estable. Por otro lado, se seguirá ampliando la base monetaria hasta que la tasa de incremento interanual del IPC observado (todos los artículos menos los alimentos frescos) supere el 2% y se logre mantener por encima del objetivo de forma estable.

El principal riesgo para la economía nipona viene dado por una posible desaceleración de las exportaciones, fruto del deterioro del contexto externo, y de una desaceleración del consumo interno por la pérdida de poder adquisitivo de los salarios. Aunque la inflación al consumidor sea baja, la mayor inflación al productor podrá hacer que esta repercuta en mayor inflación más adelante. El Banco de Japón buscará que esta se logre acercar más al 2%. Así, las medidas de endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y nacionales podrían suponer un peso adicional sobre la inversión.

### 1.2.8 Turquía

#### **Inflación disparada y tipos reales negativos pesan sobre la moneda.**

El conflicto de Ucrania añade dificultades para la economía turca. La subida del coste de las materias primas pone más presión a la inflación, repercutiendo a su vez sobre la lira turca. La inflación alcanzó el 61,1% en marzo y la lira ha vuelto a perder valor desde la invasión rusa. El gobierno

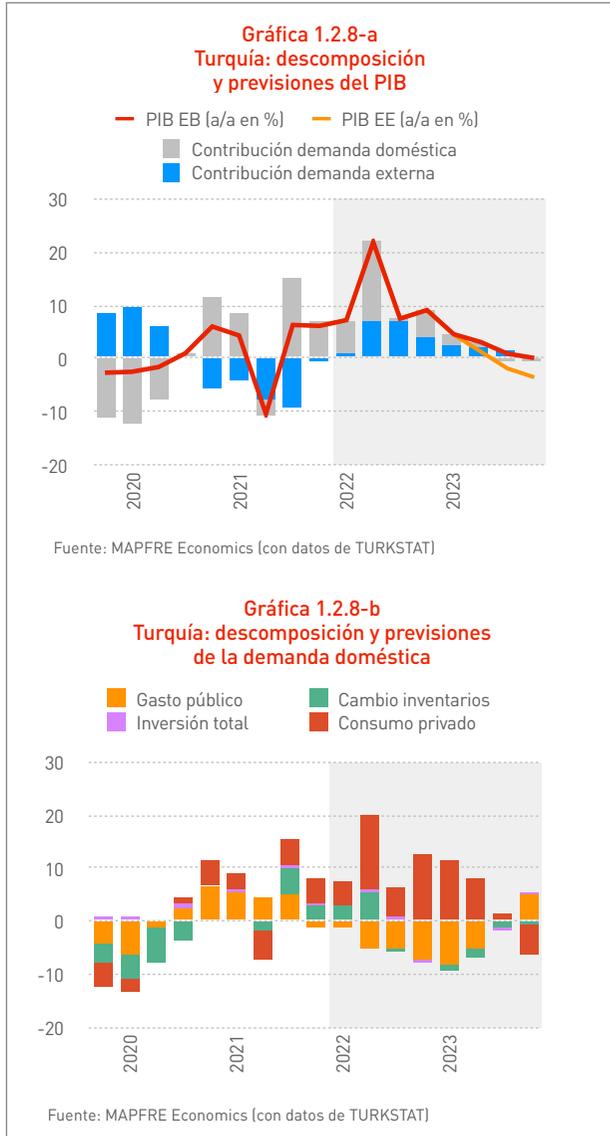
sigue apostando por fortalecer las exportaciones, la producción y el empleo. Sin embargo, la subida del coste de las materias primas hará que el déficit en la balanza por cuenta corriente aumente en los próximos meses. Turquía importa de Rusia el 35% de sus necesidades de gas. Aunque Turquía ha condenado la invasión de Ucrania, su voluntad a la hora de aplicar se ve limitada por su elevada relación económica con Rusia.

En 2022, se esperaban 8,5 millones de turistas de los dos países beligerantes; ahora, este número será sustancialmente inferior. El gobierno turco espera poder compensar la reducción de las relaciones comerciales con Rusia y Ucrania con mayores relaciones económicas con los países de Oriente Medio, los cuales tienen un poder adquisitivo relativamente elevado. Así, el gobierno ahora está centrado en lidiar con los efectos del conflicto y la lucha contra la inflación. Su objetivo es conseguir volver a niveles inflacionarios inferiores al 10% antes de las elecciones de junio de 2023, siempre y cuando el precio de las materias primas se vuelva a moderar. Adicionalmente, se espera que la creación de depósitos garantizados en liras contribuya a una estabilidad del tipo de cambio.

El índice de gestores de compras (PMIs) manufacturero, bajó 1 punto hasta 49,4 en marzo, y la encuesta de sentimiento económico empeoró hasta 98,2. La encuesta a las ventas al por menor esperadas para los próximos 3 meses mejora, hasta (+7,0% a/a). De esta forma, se espera que, en 2022, el

- **La inflación se acelera en marzo hasta 61,1% y se ha arraigado porque la subyacente también sube al 48%.**
- **El banco central mantuvo los tipos de interés en las últimas 3 reuniones en el 14,0%, lo que implica tipos reales negativos (-47%).**
- **La lira turca pierde un -10% en el primer trimestre de 2022 (hasta 14,7 TRY/USD).**
- **La apuesta por bajos tipos de interés y moneda depreciada es una estrategia de desvinculación con otras economías, pero tiene elevado riesgo.**

**Tabla 1.2.8**  
**Turquía: principales agregados macroeconómicos**



	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	7,5	3,0	0,9	1,8	11,0	2,0	2,5	-0,2	0,4
Contribución de la demanda doméstica	7,2	-0,6	-1,4	7,5	5,9	0,5	2,1	-1,6	-0,2
Contribución de la demanda externa	0,3	3,5	2,3	-5,7	5,1	1,5	0,4	1,5	0,6
Contribución del consumo privado	3,5	0,3	0,9	1,9	9,3	3,2	-0,9	1,6	-2,2
Contribución de la inversión total	2,4	-0,1	-3,1	1,9	1,6	-1,1	0,3	-1,7	-0,7
Contribución del gasto público	0,7	0,9	0,6	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3
Consumo privado (% a/a)	5,9	0,6	1,5	3,2	15,1	5,0	-1,5	2,6	-3,6
Gasto público (% a/a)	5,0	6,5	4,1	2,2	2,1	1,1	2,0	1,1	2,0
Inversión total (% a/a)	8,3	-0,2	-12,4	7,2	6,4	-4,7	1,5	-7,2	-2,9
Exportaciones (% a/a)	12,4	8,8	4,6	-14,8	24,9	10,7	3,8	8,4	1,4
Importaciones (% a/a)	10,6	-6,2	-5,4	7,6	2,0	5,1	2,8	2,7	-1,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,3	12,3	13,3	12,9	11,0	11,5	10,6	12,1	11,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	11,9	20,3	11,8	14,6	36,1	52,9	16,2	59,7	17,4
Balance fiscal (% PIB)	-1,6	-1,9	-2,9	-3,5	-2,7	-1,9	-1,5	-1,8	-1,6
Balance fiscal primario (% PIB)	0,2	0,0	-0,6	-0,8	-0,2	0,5	0,7	0,6	0,6
Balance comercial (% PIB)	-6,8	-5,2	-2,2	-5,3	-3,6	-5,7	-4,9	-7,5	-7,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-2,8	0,7	-5,0	-1,8	-3,8	-2,5	-5,4	-4,6
Tipo de interés oficial (final período)	12,75	24,06	11,43	17,03	14,00	14,00	14,25	14,49	12,87
Tipo de interés a 3 meses (final período)	14,61	24,07	10,76	17,53	15,63	15,39	13,68	15,44	12,51
Tipo de interés a 10 años (final período)	11,72	16,53	11,95	12,51	22,99	22,07	17,09	22,62	17,30
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,79	5,29	5,95	7,44	13,32	14,90	15,45	15,68	15,66
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,55	6,06	6,68	9,11	15,23	16,85	17,99	17,75	18,19
Crédito privado (% a/a, media)	20,9	20,2	8,4	30,1	23,9	28,8	13,2	28,9	12,1
Crédito familias (% a/a, media)	17,5	9,8	3,3	41,8	20,3	6,1	10,8	5,9	10,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	21,8	18,2	5,5	29,0	23,2	14,6	15,8	12,3	10,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	27,2	25,1	18,3	21,2	30,9	59,8	20,4	57,3	18,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	32,3	32,0	30,4	21,0	23,0	15,5	11,9	15,1	9,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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

PIB crezca un 2,0%, lo que representará una bajada de 8 décimas respecto a nuestra estimación anterior. La inversión será la principal perjudicada por las incertidumbres respecto a la estabilidad de la moneda y la elevada exposición de la economía a la deuda externa en dólares. Las exportaciones son las que deberán tener un comportamiento mejor (+10%), incentivadas por la depreciación de la moneda, mientras que el consumo privado (+5%) será el otro catalizador (véase la Tabla 1.2.8, y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

La inflación, por su parte, ha alcanzado un 61,1% a/a en marzo, con la subyacente en 48,4%, y podrá todavía llegar a niveles más altos debido a la depreciación de la moneda, antes de que empiece a remitir, momento en el que empezarán a moderarse las materias primas. Por componentes (en febrero), la inflación es alta en todos los agregados, destacando especialmente los alimentos (64,4%), vivienda (+23,8%), electricidad (49,7%), transporte (75,7%), y alojamiento y restaurantes (55,2%). El Banco Central de Turquía ha mantenido los tipos de interés (Repo a 1 semana) estables en 14,00% en sus últimas 3 reuniones. No obstante, los tipos reales de interés se encuentran en parámetros fuertemente negativos (-47%). El banco central espera que, con esta estrategia, y con el mecanismo de garantía de los depósitos en liras, la economía logre intensificar el uso de la lira, esperando mantener esta estrategia hasta que los indicadores apunten a un descenso permanente de la inflación y se alcance el objetivo del 5% a medio plazo. De acuerdo con el comunicado del comité de política monetaria, "la estabilidad del nivel general de precios fomentará la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera a través de la caída de la prima de riesgo del país, revertir la tendencia al uso del dólar, el aumento de las reservas de divisas, y la disminución duradera de los costes de financiación. Esto crearía una base viable para que la inversión, la producción y el empleo sigan creciendo de forma sana y sostenible".

Los riesgos para la economía turca volvieron a aumentar con el conflicto ucraniano. La subida del coste de las materias primas añadirá más

presión a la inflación. Los tipos reales de interés (fuertemente negativos) no ayudan propiamente a la moneda y, por tanto, tampoco a la inversión extranjera. La estrategia es poco ortodoxa y parece ser la de intentar desacoplarse financieramente del sector exterior, siguiendo una especie de "autarquía"; una estrategia de alto riesgo con una lógica que data de una época en la cual las economías no estaban tan interconectadas. La estrategia puede estimular la actividad interna, pero todo lo que sean productos importados se volverán inaccesibles. El riesgo de impago de la deuda en dólares aumenta, excepto para las empresas con cobertura natural (aquellas que realizan exportaciones en dólares).

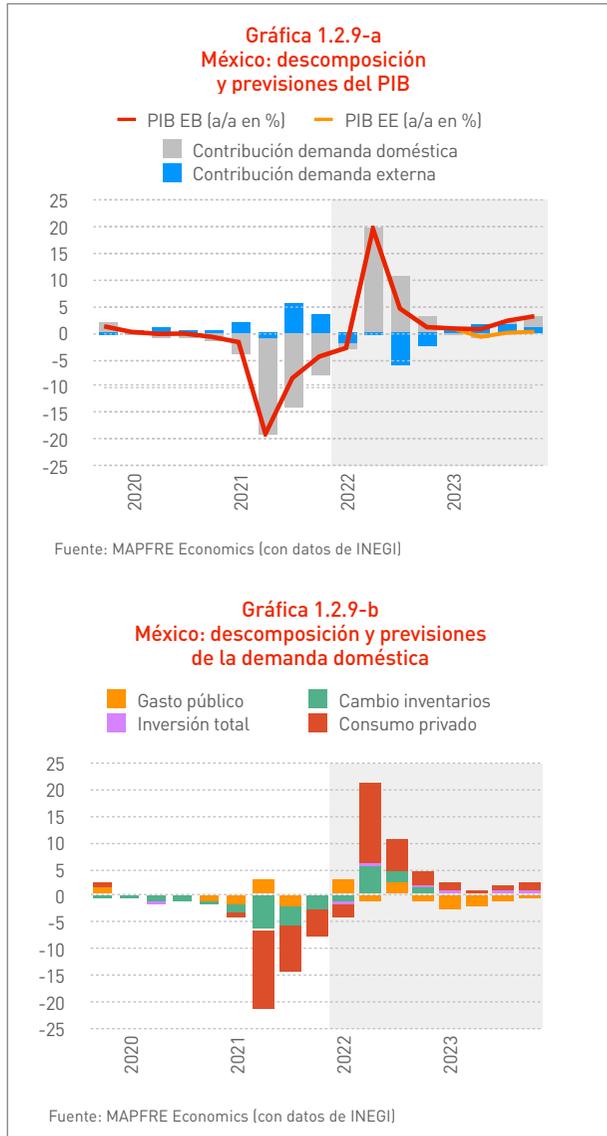
### 1.2.9 México

#### La inflación añade dificultades al crecimiento.

El conflicto en Ucrania (que se ha sumado a los *shocks* de oferta provocados por la pandemia) impactará a México por diversas vías, tal y como pueden ser el aumento en los precios de los fertilizantes (nitrato de amonio), del gas, petróleo, plásticos y algunos metales esenciales en la fabricación de vehículos. En cuanto al gas, el gobierno ha decidido aplicar medidas para topar su precio, no siendo estas suficientes para evitar la transmisión de su subida a otros productos. En lo que respecta al petróleo, aunque México sea productor, su balanza total de productos petrolíferos es negativa (ya que importa productos refinados).

- Se ha rebajado un punto porcentual el crecimiento previsto para 2022, hasta el 1,6%.
- La subida de precios de materias primas pondrá presión en los precios de los productos agrícolas e industriales.
- La inflación alcanzó 7,45% en marzo, con la subyacente también alta en 6,78%.
- Los tipos de interés van subiendo, pero por detrás de la inflación.

**Tabla 1.2.9**  
**México: principales agregados macroeconómicos**



	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>(e)</sup>	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>	2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a)	2,3	2,2	-0,2	-8,4	5,0	1,6	1,9	0,1	1,4
Contribución de la demanda doméstica	3,3	2,4	-1,0	-10,6	7,8	0,3	1,7	-1,5	1,2
Contribución de la demanda externa	-0,9	-0,2	0,8	2,3	-2,8	1,3	0,2	1,6	0,2
Contribución del consumo privado	2,3	1,7	0,2	-7,0	4,9	0,5	1,5	-0,2	1,3
Contribución de la inversión total	-0,2	0,2	-0,9	-3,1	1,9	0,6	0,4	0,1	0,1
Contribución del gasto público	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Consumo privado (% a/a)	3,4	2,6	0,4	-10,7	7,3	1,8	2,9	-0,2	2,2
Gasto público (% a/a)	0,7	2,9	-1,8	0,1	1,4	2,1	2,3	2,1	2,3
Inversión total (% a/a)	-1,1	0,8	-4,7	-17,9	10,6	3,1	2,4	0,6	1,0
Exportaciones (% a/a)	4,1	5,9	1,5	-7,2	6,4	8,0	4,9	6,2	3,1
Importaciones (% a/a)	6,8	6,4	-0,7	-14,2	14,4	5,2	4,1	2,0	2,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,3	3,3	3,4	4,6	3,7	3,9	3,9	4,3	4,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,8	4,8	2,8	3,2	7,4	6,5	4,4	6,8	5,0
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-2,0	-1,7	-2,8	-3,0	-2,9	-2,5	-3,3	-2,9
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	0,6	1,1	0,1	-0,3	-0,4	0,1	-0,6	-0,3
Balance comercial (% PIB)	-0,9	-1,1	0,4	3,1	-0,9	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,7	-2,0	-0,3	2,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,6	-0,5
Tipo de interés oficial (final período)	7,25	8,25	7,25	4,25	5,50	8,00	8,00	8,05	7,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,66	8,63	7,45	4,47	5,86	8,25	8,28	8,30	8,00
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,66	8,70	6,84	5,23	7,57	8,90	8,42	9,32	8,72
Tipo de cambio vs USD (final período)	19,67	19,65	18,93	19,88	20,50	21,29	21,73	21,94	21,98
Tipo de cambio vs Euro (final período)	23,59	22,50	21,26	24,40	23,22	24,08	25,31	24,83	25,54
Crédito privado (% a/a, media)	12,1	10,4	8,9	5,2	0,0	7,6	7,7	6,3	7,8
Crédito familias (% a/a, media)	9,9	8,4	6,2	1,6	4,4	6,4	6,0	6,2	5,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,7	-0,8	6,2	3,7	18,7	14,0	11,8	12,7	12,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	10,7	12,3	16,4	22,2	23,4	20,5	18,7	21,0	18,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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

De esta forma, el contexto inflacionario, y las dificultades en el suministro de algunas materias primas esenciales harán que el crecimiento potencial para este año se vea mermado.

En cuanto a los indicadores de actividad, el índice de gestores de compras (PMI) manufacturero de marzo se situó en 49,2, subiendo desde los 48,0 de febrero. No obstante, la confianza en la industria se moderó ligeramente, hasta los 52,2 en marzo. En cuanto a la producción industrial, esta se comporta bien (+4,2% a/a), aunque la fabricación de automóviles sigue un 20% por debajo de los niveles pre-pandemia, lo mismo que los niveles de inversión bruta fija en la economía. En este contexto, rebajamos nuestra estimación de PIB en un punto porcentual para 2022 hasta 1,6% por la moderación en el consumo y la inversión (1,8% y 3,1%, respectivamente), mientras que se espera una mejora en las exportaciones, (+8,5%), siempre y cuando no vuelvan a acrecentarse los problemas en las cadenas de suministro (véase la Tabla 1.2.9, y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Por otra parte, la inflación para marzo se ha situado en 7,45%, con la subyacente en 6,78%. La subida de precios viene particularmente motivada por el crecimiento al alza en los productos agrícolas (16,2%) y carne de vacuno (16,8%), mientras que la electricidad y gas han crecido en menor medida. La energía, en general, se ha moderado por el control de precios por parte del gobierno que hace que, en el cómputo global, solo suba un 4,7%. El Banco de México, en su reunión de marzo, aprobó una subida de los tipos oficiales en otros 50 pbs hasta el 6,50% y se prevé que siga subiendo tipos en 2022. El banco central considera necesaria esta trayectoria para los tipos de interés para hacer converger la inflación hacia el objetivo del 3% durante 2023. En este sentido, esperamos subsecuentes subidas de tipos hasta situarlos por encima de la inflación, pudiendo llegar incluso a niveles más altos si la inflación no se consigue estabilizar, o bien si es necesario acompañar las subidas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal a fin de evitar afectaciones significativas sobre el tipo de cambio.

Los riesgos para la economía mexicana se centran ahora en la subida del precio de materias primas y de la energía, en el aprovisionamiento de productos agrícolas (fertilizantes) e industriales (metales, plásticos) y en su impacto sobre la inflación. Las dificultades en las cadenas de suministro podrían reavivarse debido a la disrupción que han venido causando los elevados costes energéticos. La subida de los tipos de interés, aunque se sitúan por ahora por debajo de la inflación, están ya endureciendo las condiciones financieras y eso podría repercutir también sobre el potencial de crecimiento, el cual ya se encuentra afectado por la debilidad del consumo y, en especial, de la inversión privada.

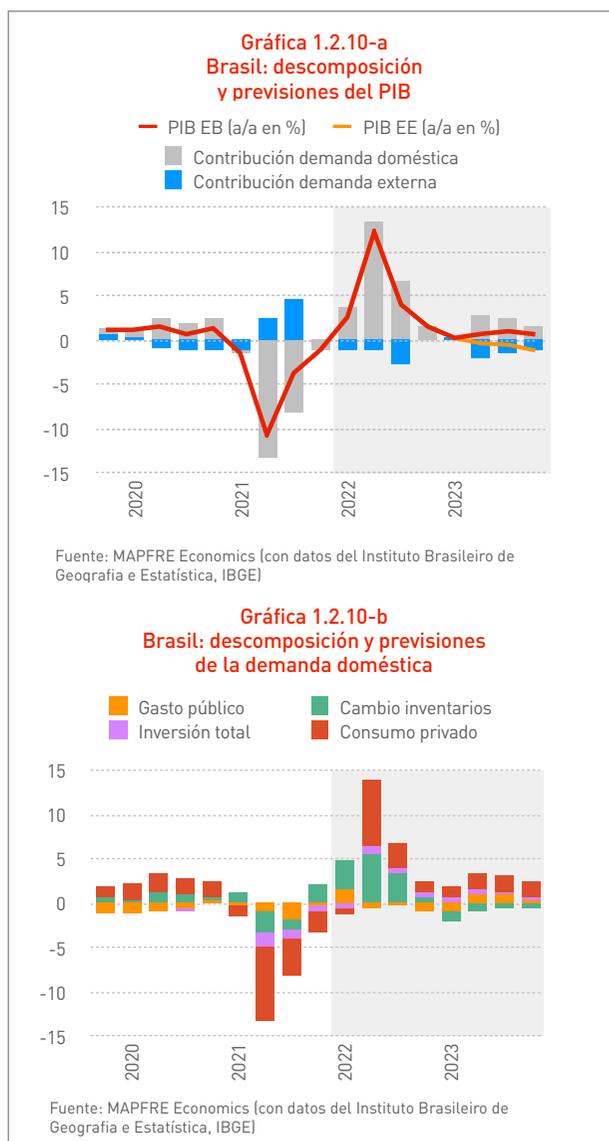
### 1.2.10 Brasil

#### La inflación y la subida de tipos de interés moderan el crecimiento económico.

La economía brasileña sufrirá una desaceleración importante en 2022 hasta +0,7% a/a desde 5,0% en 2021. Tanto el consumo privado (+2,6%) como la inversión (-4,1%) experimentarán sendas desaceleraciones. Las exportaciones (+1,0%) son el punto en el cual se siembran más dudas respecto a su comportamiento ya que, por un lado, se tiene la bonanza de los precios de las materias primas, pero por otro, la escasez y el problema de los fertilizantes en los mercados internacionales que podrían afectar a las exportaciones agrícolas. El consumo privado tiende a moderarse por la inflación y los problemas en las cadenas de suministro a nivel mundial, afectando principalmente a la producción de automóviles. La matriculación de vehículos cae un -23% (febrero) y está a la mitad de los niveles de 2019.

Los índices de gestores de compras (PMIs) mejoraron en febrero, aunque el índice manufacturero estaba en valores negativo (49,6), el compuesto se situó en 53,5 y el índice de servicios en 54,7 puntos. El mercado accionario brasileño sube un +11% en el año (38% en euros), principalmente gracias

**Tabla 1.2.10**  
**Brasil: principales agregados macroeconómicos**



	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	1,6	1,7	1,2	-4,2	5,0	0,7	1,2	-0,4	0,9
Contribución de la demanda doméstica	2,0	2,4	1,8	-5,6	6,3	1,7	1,5	0,4	1,2
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,7	-0,6	1,4	-1,3	-1,0	-0,3	-0,9	-0,3
Contribución del consumo privado	1,5	1,7	1,8	-4,0	2,7	1,8	1,8	0,9	1,6
Contribución de la inversión total	-0,4	0,9	0,7	-0,1	3,5	-0,8	0,1	-1,1	-0,1
Contribución del gasto público	-0,1	0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,4	0,1	0,4	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,2	2,4	2,6	-5,7	3,9	2,6	2,6	1,3	2,3
Gasto público (% a/a)	-0,7	0,8	-0,5	-4,5	2,0	2,4	0,4	2,4	0,4
Inversión total (% a/a)	-2,6	5,2	4,0	-0,5	17,3	-4,1	0,5	-5,8	-0,3
Exportaciones (% a/a)	5,2	3,4	-2,5	-2,2	6,3	1,0	5,1	-0,3	3,8
Importaciones (% a/a)	7,2	7,2	1,4	-10,2	12,9	6,3	5,6	4,5	4,5
Tasa de paro (% último trimestre)	11,9	11,7	11,1	14,2	11,1	11,1	10,5	11,6	11,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	3,7	4,3	4,5	10,1	7,6	4,5	8,2	4,9
Balance fiscal (% PIB)	-7,8	-7,0	-5,8	-13,6	-4,4	-8,8	-7,7	-9,1	-8,4
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,7	-1,5	-0,8	-9,4	0,7	-1,0	-0,8	-1,2	-1,5
Balance comercial (% PIB)	2,8	2,3	1,4	2,2	2,3	1,7	1,7	2,0	2,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,1	-2,7	-3,5	-1,7	-1,7	-2,6	-2,9	-2,4	-2,7
Tipo de interés oficial (final período)	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	13,50	9,50	13,94	10,37
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6,90	6,40	4,40	1,90	9,15	13,35	9,52	13,84	10,27
Tipo de interés a 10 años (final período)	10,21	9,24	6,81	6,98	10,31	12,53	12,10	13,59	13,00
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,55	5,69	5,70	5,70
Tipo de cambio vs Euro (final período)	3,97	4,44	4,53	6,38	6,32	6,27	6,62	6,45	6,63
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4,7	7,0	10,8	10,1	17,7	13,0	9,4	12,9	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)	17,4	16,4	15,8	19,0	22,3	19,0	18,5	19,5	18,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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

a la minera Vale, la petrolera Petrobras y los bancos. En este contexto, hemos subido de manera marginal nuestra previsión para el crecimiento del PIB brasileño en 2 décimas hasta 0,7% para 2022 (véase la Tabla 1.2.10, y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b). Aunque todavía es un crecimiento muy limitado para adaptarse al viento favorable de los precios de las materias primas, el contexto general continúa siendo negativo, con altos costes energéticos e inflación, que aún no se han estabilizado y que reducirá el consumo eléctrico de las familias.

- **La inflación alcanzó el 11,3% en marzo, con presión en alimentos, energía y transporte.**
- **El banco central sube tipos al 11,75% y se anticipa que habrá otra subida de 100 pbs en la próxima reunión.**
- **La actividad industrial, especialmente la del automóvil, sigue afectada por falta de componentes y los altos precios de la energía.**
- **El mercado bursátil sube en lo que va de año un +11%, (38% en euros).**
- **Elecciones presidenciales en octubre, con Lula da Silva liderando las encuestas.**

La inflación, por su parte, se situó en 11,3% (IPCA general) en marzo, con el precio de la energía aumentando un 29% interanualmente, la electricidad un +29%, la bombona de gas un +30%, los combustibles de automoción un +28%, y el transporte en general un +17%. El banco central (BCB), en su reunión del 16 de marzo, ha decidido aprobar la subida de los tipos de interés SELIC en 100 pbs hasta el 11,75%, considerando necesario combatir los impactos secundarios del actual choque de precios en las materias primas, que se manifiestan con un cierto rezago en los demás precios. El banco central tiene una previsión de inflación del 7,1% para 2022 y del 3,4% para 2023. Según el propio comunicado del COPOM, en este escenario los tipos de interés subirían hasta el 12,75% para 2022, para posteriormente reducirse hasta un 8,75% para finales del 2023. El

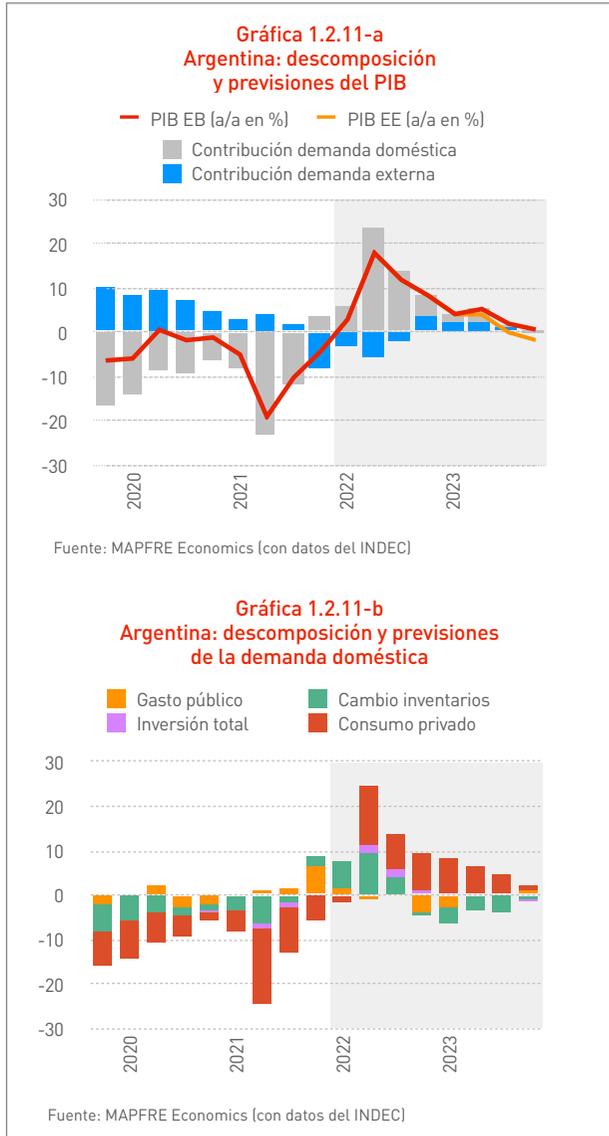
comité entiende que esta decisión refleja la incertidumbre la rodea a sus escenarios y realiza un balance de riesgos con una varianza para la inflación prospectiva aún mayor a la habitual. Sin perjuicio de su objetivo fundamental de garantizar la estabilidad de los precios, esta decisión implica también la suavización de las fluctuaciones del nivel de actividad económica y el fomento del pleno empleo. Asimismo, el banco central considera que, a la vista de sus proyecciones y del riesgo de desanclaje de las expectativas a más largo plazo, es conveniente que el ciclo de endurecimiento monetario siga avanzando de forma significativa hacia un territorio aún más contractivo. Así, para la próxima reunión, el comité prevé otro ajuste de la misma magnitud.

El riesgo más importante actualmente para la economía brasileña es el de la inflación, y que las expectativas se anclen en niveles más elevados. De ahí la reacción ágil del banco central en la subida de tipos de interés. Esto ha resultado positivo para la inversión y para la moneda, la cual se ha fortalecido en los últimos 3 meses hasta la cotización de 5,1 BRL/USD. El coste de la inflación y tipos de interés más altos se traduce en la desaceleración de la economía. Se siguen esperando ciertas reformas estructurales (administración pública, fiscal y privatizaciones), pero hay pocas esperanzas a que estas puedan avanzar en estos momentos. En octubre hay elecciones presidenciales y las encuestas apuntan a un regreso de Lula da Silva que se encuentra adelante en los sondeos.

### 1.2.11 Argentina

#### **Necesidad de moderar la inflación, dar estabilidad al tipo de cambio y avanzar en reformas estructurales.**

El FMI aprobó a final de marzo nuevo paquete de ayuda de 44 millardos de dólares para la economía argentina. Se trata de un programa a 30 meses, con un desembolso inmediato de 9,6 millardos de dólares. El programa establece objetivos pragmáticos y realistas, junto con políticas creíbles



**Tabla 1.2.11**  
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 (e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,8	-2,6	-2,0	-9,9	10,2	3,0	0,8	1,6	0,0
Contribución de la demanda doméstica	6,6	-4,0	-8,8	-10,2	12,1	1,6	0,9	0,0	0,0
Contribución de la demanda externa	-3,8	1,4	6,8	0,3	-2,0	1,5	-0,1	1,6	0,0
Contribución del consumo privado	3,1	-1,7	-5,1	-9,3	7,2	5,1	1,1	3,9	0,5
Contribución de la inversión total	2,8	-1,2	-2,7	-2,2	5,3	-2,3	0,2	-2,6	-0,1
Contribución del gasto público	0,4	-0,3	-0,2	-0,5	1,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Consumo privado (% a/a)	4,2	-2,2	-7,3	-13,8	10,7	7,3	1,5	5,5	0,7
Gasto público (% a/a)	2,6	-1,9	-1,2	-3,3	6,9	0,1	0,6	0,1	0,6
Inversión total (% a/a)	13,4	-5,7	-15,9	-12,9	27,4	-14,2	1,4	-16,3	-0,3
Exportaciones (% a/a)	2,6	0,6	9,1	-17,3	9,3	3,1	2,0	1,7	0,6
Importaciones (% a/a)	15,6	-4,5	-19,0	-17,9	17,1	-3,3	2,2	-5,3	0,7
Tasa de paro (% último trimestre)	7,2	9,1	8,9	11,0	9,3	8,1	7,6	8,6	8,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	23,3	47,4	52,2	36,4	51,4	52,2	37,9	54,4	39,5
Balance fiscal (% PIB)	-5,9	-4,9	-3,8	-8,3	-3,6	-3,7	-2,5	-3,9	-2,9
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,8	-2,3	-0,4	-6,4	-2,1	-2,3	-0,8	-2,5	-1,2
Balance comercial (% PIB)	-0,8	-0,1	4,0	3,8	3,8	3,9	3,7	4,0	4,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-4,9	-0,8	0,9	1,4	1,4	0,7	1,4	0,8
Tipo de interés oficial (final período)	28,75	59,25	55,00	38,00	38,00	30,00	27,50	30,83	27,38
Tipo de interés a 3 meses (final período)	27,44	56,76	45,13	29,55	31,49	33,58	27,02	33,04	27,13
Tipo de interés a 10 años (final período)	5,91	10,86	19,36	14,61	18,40	16,99	14,15	17,24	14,75
Tipo de cambio vs USD (final período)	18,65	37,70	59,89	84,15	102,72	160,00	214,58	167,88	216,27
Tipo de cambio vs Euro (final período)	22,37	43,17	67,28	103,26	116,34	180,93	249,95	190,10	251,30
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)	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.,	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: 28 abril 2022.

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

para fortalecer la estabilidad y empezar a abordar los problemas muy arraigados de esta economía. Asimismo, el programa busca mejorar las finanzas públicas y empezar a reducir la alta y persistente inflación mediante una estrategia múltiple, que incluya el fin de la financiación monetaria del déficit fiscal y mejoras en el marco de las políticas monetaria y cambiaria. Será necesario contar con un fuerte consenso político y social para implementar la agenda de reformas, esencial para abordar los problemas estructurales de largo plazo. En este sentido, se requerirá una consolidación fiscal compatible con crecimiento (por ejemplo, reducción de gasto), unos tipos de interés reales positivos y un tipo cambiario competitivo para poder atraer demanda de pesos y mejorar la cobertura de reservas. Estas condiciones deberían eventualmente relajar los controles cambiarios actualmente existentes.

- **El FMI ha aprobado una nueva ayuda de 44 millardos de dólares para Argentina; programa a 30 meses con desembolso inmediato de 9,6 millardos de dólares.**
- **Compromiso de reformas, consolidación fiscal y fin de financiación monetaria del déficit.**
- **El peso argentino terminó el trimestre en 111 ARS/USD, con una depreciación del 8%.**
- **El crecimiento económico previsto para 2022 es del 3,0%.**

A nivel perspectivas, después de la recuperación observada en 2021, en 2022 la economía argentina volverá a niveles de crecimiento más moderados, especialmente con el contexto internacional de altos precios energéticos y un contexto inflacionario interno. El indicador adelantado (de la Universidad TDT) sube al 134 (+6,3%), pero la confianza del consumidor decae al 36,9, y muestra una tendencia decreciente en los últimos 3 años. De esta forma, esperamos un crecimiento del 3,0% en 2022 y un 0,8% en 2023 (véase la Tabla 1.2.11, y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

Por su parte, la inflación en marzo se ha situado en un 55,1% a/a, habiendo vuelto a acelerar respecto a febrero (52,3%); mensualmente, esto significa un 6,7% m/m. Por rúbricas y mensualmente: alimentos (7,2%), transporte (5,5%), hostelería (5,4%), vestuario (10,9%), electricidad y gas (7,7%) por los precios regulados. La subyacente, por su parte, se sitúa en 57,3% anual (6,4% mensual). El choque mundial a nivel de oferta produjo subidas de los precios de todas las materias primas y otros productos claves de la cadena de producción. Trigo, maíz y soja, pero también petróleo, gas y fertilizantes son algunos de los ejemplos de aumentos en precios de materias primas e insumos que afectan directa e indirectamente a los precios en Argentina.

El Banco Central de la República Argentina (BCRA), en su reunión del 22 de marzo, decidió un aumento de 2 puntos porcentuales de la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo (tasa de referencia), pasando de 42,5% a 44,5% anual. En sus Objetivos y Planes para 2022 el BCRA informó que comenzaba a dejar atrás el periodo de políticas excepcionales generado por la pandemia y retomaba los objetivos enunciados en enero de 2020. En ese sentido, se produjeron las subidas de tipos de interés en enero, febrero y nuevamente en marzo, con el objeto de establecer una trayectoria de tipos de interés de política de manera a tender hacia tipos reales positivos y de preservar la estabilidad monetaria y cambiaria.

Los riesgos para la economía argentina son variados. De una parte, el choque de precios que va a seguir manteniendo la inflación alta y dificulta la estabilización del tipo de cambio y, de otra, las dificultades políticas para llevar a cabo las reformas acordadas en el paquete del FMI. A pesar de ello, se prevé que haya avances, especialmente en la consolidación fiscal, ya que de otra forma la credibilidad ante el FMI quedaría muy dañada.

### 1.2.12 China

#### El rebrote de Covid-19 agrava la desaceleración económica ya en marcha.

Los últimos indicadores de actividad, hasta febrero, muestran una actividad (ventas al por menor) e inversión con buen comportamiento. No obstante, otros indicadores presentan comportamientos menos favorables, como las ventas de inmuebles (-19,3%), y hay indicaciones de que entre las grandes inmobiliarias hay caídas del -43% en este mismo período. El mercado muestra cierta incomodidad con la discrepancia de algunos datos, entre los que apuntan a que todo va bien (producción industrial, inversión y ventas al por menor) y los que muestran un panorama distinto (repunte del desempleo, ventas y precios de inmuebles, salarios a la baja y baja inflación, excepto en los combustibles). Además, en marzo surgió el repunte de casos de Covid-19, lo que ha llevado a nuevos confinamientos en algunas regiones con peso relevante en el PIB, como Shenzhen (véase la Gráfica 1.2.12-c). Así, se estima que la actividad económica se desacelere en los meses de marzo y abril.

Con respecto a los indicadores que adelantan el comportamiento en los próximos meses, los índices de gestores de compras (PMIs) de marzo

- **El crecimiento económico en China se modera, debido a los problemas en el sector inmobiliario y ahora se agravarán con la imposición de nuevos confinamientos por los rebrotes de la pandemia.**
- **La inflación, que se mantiene moderada, permitirá a la política monetaria girar hacia un tono acomodaticio. No obstante, ello es también síntoma de que la demanda a nivel consumo afloja.**
- **Los reguladores siguen atentos a los riesgos sistémicos en el sector inmobiliario.**

retroceden y están por debajo del umbral de contracción (<50), en una tendencia descendente desde hace un año, con el compuesto en 43,9, el manufacturero en 48,1 y el de servicios en 42,0 puntos. Las ventas al por menor de enero a marzo (acumulado) presentan una caída de -3,5%, en tanto que las encuestas al comercio minorista siguen siendo positivas y la producción industrial crece un 5,0% en lo que va de año (marzo).

En este contexto, hemos rebajado la estimación de crecimiento para 2022 al 4,8% (desde el 5,0% de nuestro informe previo), especialmente por los nuevos confinamientos impuestos en marzo y con la consecuente interrupción de las actividades normales de producción y consumo. Aun así, se espera un crecimiento del consumo del 4,7% y un consumo público del 8,1%. La inversión (+4,8%), es baja comparado con los niveles pre Covid-19 y, en parte, estaría relacionado con la crisis en el sector de la construcción. Por su parte, las exportaciones (+4,1%) estarían en un nivel normal, pero esta perspectiva podrá cambiar ante las presiones de Estados Unidos para que se una a las sanciones a Rusia (véase la Tabla 1.2.12, y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

La inflación, por su parte, se ha situado en 1,5% en marzo, estable con respecto a enero, una "anomalía" en los tiempos que corren, y una señal indirecta de que no hay tanta presión en la demanda. La excepción son justamente los combustibles, que han subido un 23,4%, el gas, electricidad y combustibles domésticos (+3,6% a/a). La alimentación retrocede (-3,9%) y la subyacente se sitúa en 1,1%. El banco central ha mantenido los tipos de la facilidad marginal de crédito a 1 año y los tipos a 7 días sin cambios, en el 2,85% y el 2,10% respectivamente, y ha inyectado 100.000 millones de RMB de liquidez a largo plazo. Esto contrasta con las expectativas del mercado de recortes de los tipos de interés. El resurgimiento de contagios de Covid-19 implica nuevas presiones a la baja para el crecimiento de la actividad y el sector inmobiliario, en particular, las ventas de terrenos y número de viviendas iniciadas se deterioraron aún más a pesar de las medidas marginales de flexibilización a nivel local. Debido a este empeoramiento de la actividad, creemos que los siguientes

Tabla 1.2.12  
China: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	6,9	6,7	6,0	2,2	8,1	4,8	5,3	3,7	4,8
Contribución de la demanda doméstica	6,7	7,4	5,2	1,6	6,1	5,1	5,0	4,0	4,5
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,6	0,7	0,7	2,0	-0,3	0,3	-0,4	0,3
Contribución del consumo privado	3,7	3,2	2,5	-0,9	5,2	1,9	3,2	1,4	3,0
Contribución de la inversión total	2,6	3,1	2,2	1,3	1,1	1,9	1,9	1,4	1,6
Contribución del gasto público	0,3	1,2	1,1	0,8	0,3	1,4	0,1	1,4	0,1
Consumo privado (% a/a)	9,4	8,1	6,3	-2,4	12,9	4,7	7,8	3,4	7,3
Gasto público (% a/a)	2,0	7,1	6,6	4,6	2,1	8,1	0,5	8,1	0,5
Inversión total (% a/a)	6,2	7,3	5,1	3,1	2,6	4,8	4,7	3,5	3,9
Exportaciones (% a/a)	6,7	4,4	2,3	2,0	17,9	4,1	3,1	2,1	1,5
Importaciones (% a/a)	7,8	6,5	-0,7	-2,2	6,5	4,4	9,1	2,6	7,1

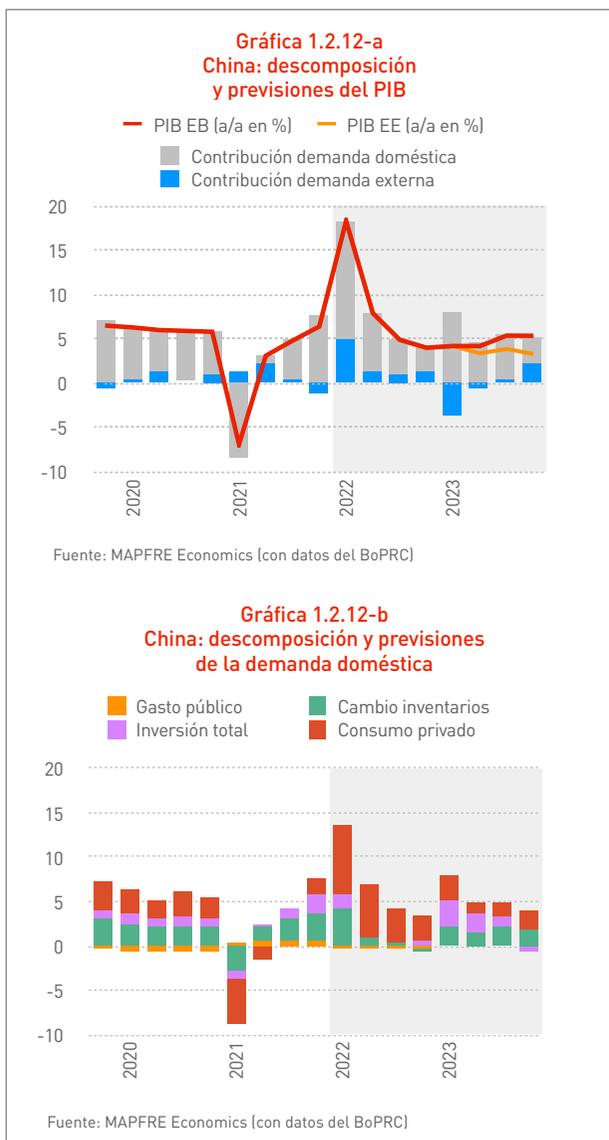
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,9	2,9	3,1	3,5	3,4	3,5	3,2	3,7	3,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,8	2,2	4,3	0,1	1,8	3,0	2,4	3,8	3,7
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-4,7	-5,6	-8,6	-5,2	-7,1	-6,0	-7,4	-6,4
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,8	-1,5	-2,2	-4,7	-1,5	-3,7	-2,8	-4,0	-3,1
Balance comercial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

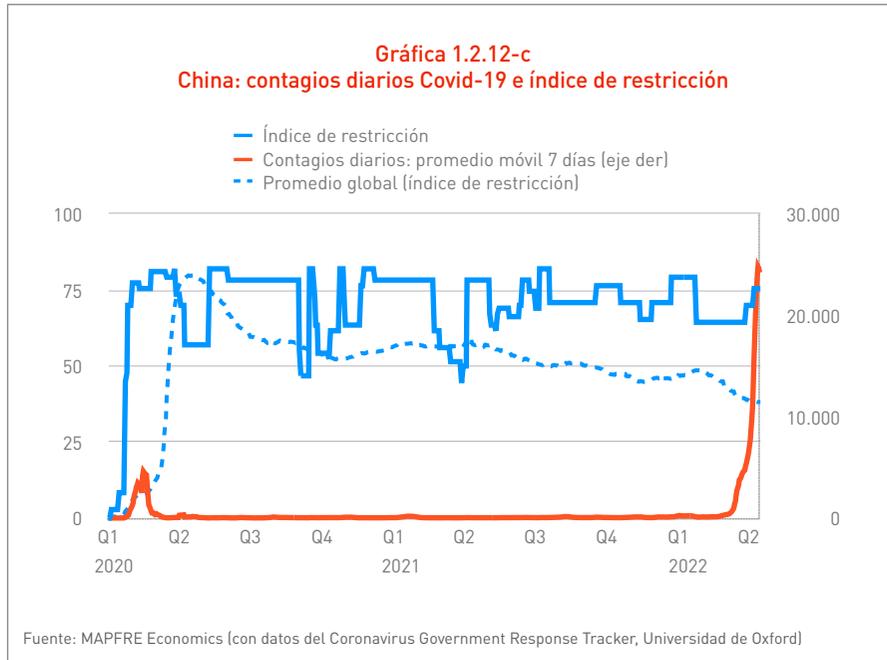
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	3,30	3,25	2,95	3,00	2,75	3,00	2,87	3,11
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,53	3,70	3,20	3,03	2,73	2,37	2,63	2,50	2,80
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,88	3,23	3,14	3,14	2,78	3,12	3,76	3,29	3,98
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,51	6,88	6,99	6,52	6,35	6,42	6,38	6,43	6,41
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,80	7,87	7,85	8,00	7,19	7,25	7,44	7,27	7,44

Crédito privado (% a/a, media)	13,1	12,9	13,1	13,1	12,3	11,9	10,2	11,6	9,9
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.								
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.								
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.								
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	29,5	28,8	29,0	33,0	30,3	30,1	28,4	30,6	28,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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





pasos serán de relajación de la política monetaria con un recorte de 10 pbs del tipo de interés y de 50 pbs del ratio requerido de reservas (RRR) en los próximos meses, así como una política fiscal más expansiva.

A nivel de riesgos para la economía china, se mantienen el empeoramiento del mercado inmobiliario, con un significativo número de promotoras luchando con dificultades de liquidez. Como se ha hecho referencia antes, las ventas caen un -19%, llegando a una caída del -43% en un grupo de promotoras de mayor tamaño. En el mismo sentido, está la reactivación del Covid-19, que ha llevado a varias provincias a imponer confinamientos. De igual forma, el problema en Ucrania podrá afectar a China, tanto por vía de la presión norteamericana a las sanciones, como a través de dificultades a la exportación e importación de determinados productos. La exposición de China a bonos rusos puede también traer

contrariedades en el caso de que ese país entre en impago. Por el lado positivo, está la inflación que se mantiene baja y que permitirá al banco central tomar medidas de apoyo a la economía. A su vez, para la moneda hay vientos positivos, ya que Arabia Saudita está pensando aceptar yuanes en las compras de petróleo. Si esto se materializa, sería un golpe al dólar. La congelación por parte de Estados Unidos de las reservas del banco central de Rusia ha hecho a muchos países pensar si sus reservas están seguras en manos de los estadounidenses en el caso de cualquier discrepancia de posiciones.

### 1.2.13 Indonesia

**El ciclo de materias primas favorece la vuelta a la trayectoria de crecimiento.**

El PIB indonesio aumentó un 5,0% a/a en el último trimestre de 2021, empujado con un crecimiento promedio del 3,7% a/a. La fortaleza ha estado principalmente en las exportaciones (+24% a/a año completo), con las importaciones creciendo un 23,3%, mientras que el consumo ha aumentado un 2%, la inversión un 3,8% y el consumo del gobierno un 4,2%. Las exportaciones se beneficiaron, y lo siguen haciendo en 2022, gracias a la corriente al alza de los precios de su principal exportación, el aceite de palma, que está resultando en

- Para 2022, se espera un crecimiento del 5,7% impulsado por las exportaciones.
- Los altos precios del aceite de palma, del carbón y otras materias primas favorecen los términos de intercambio internacionales.
- La inflación es benigna (2,6% a/a en marzo), en el contexto de lo que ocurre en el resto del mundo.
- El banco central ha decidido mantener los tipos de interés para continuar apoyando la recuperación económica.

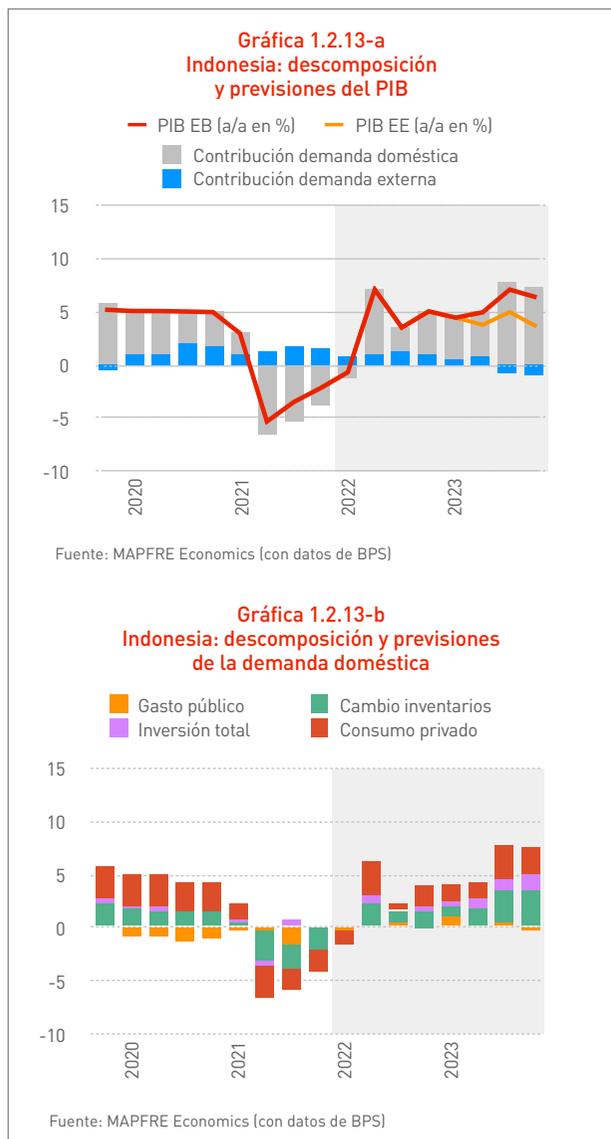
Tabla 1.2.13

## Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>(e)</sup>	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>	2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a)	5,1	5,2	5,0	-2,1	3,7	5,7	5,6	4,2	4,7
Contribución de la demanda doméstica	4,8	6,2	3,6	-3,4	2,7	5,9	7,1	4,4	6,2
Contribución de la demanda externa	0,3	-1,1	1,4	1,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,2	-1,5
Contribución del consumo privado	2,8	2,8	2,9	-1,5	1,1	2,2	3,5	1,4	3,2
Contribución de la inversión total	2,0	2,2	1,5	-1,6	1,2	2,4	3,3	1,7	2,5
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	1,0	0,3	1,0	0,4
Consumo privado (% a/a)	5,0	5,1	5,2	-2,7	2,0	4,2	6,4	2,6	5,9
Gasto público (% a/a)	2,1	4,8	3,3	2,0	4,2	11,4	4,1	11,4	4,1
Inversión total (% a/a)	6,2	6,7	4,5	-5,0	3,8	7,3	9,7	5,2	7,6
Exportaciones (% a/a)	8,9	6,5	-0,5	-8,1	24,0	5,1	-2,5	3,3	-4,0
Importaciones (% a/a)	8,1	12,1	-7,1	-16,7	23,3	7,1	4,1	4,9	2,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,3	5,1	5,1	6,7	6,1	5,8	5,4	6,2	6,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,5	3,3	2,7	1,6	1,8	4,6	3,0	6,3	3,9
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-1,7	-2,2	-6,2	-4,6	-4,5	-3,9	-4,7	-4,2
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	1,9	0,0	0,3	2,7	3,7	4,4	2,5	4,4	2,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-2,9	-2,7	-0,4	0,3	0,5	-0,9	0,5	-1,0
Tipo de interés oficial (final período)	4,25	6,00	5,00	3,75	3,50	4,25	4,75	5,07	5,30
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,48	7,70	5,51	4,06	3,75	4,68	5,68	5,53	6,08
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,31	7,98	7,10	6,10	6,38	7,27	7,47	7,83	7,95
Tipo de cambio vs USD (final período)	13.484	14.380	13.883	14.050	14.253	14.189	13.759	14.463	13.926
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16.171	16.465	15.596	17.241	16.143	16.045	16.027	16.369	16.178
Crédito privado (% a/a, media)	8,2	10,8	8,8	1,4	0,9	8,7	12,3	9,5	12,6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	15,1	5,6	-3,0	-6,0	-12,0	29,8	23,8	29,5	23,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	23,6	24,0	22,8	21,4	25,7	25,2	24,0	25,6	23,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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



una balanza comercial altamente positiva (desde 2020), de 36,2 millardos de dólares (en febrero). Esto se debe al alza de precios de los productos exportados (16% promedio en 2021), entre los que están el referido aceite de palma, el carbón y, en menor medida, el gas. Esta fortaleza en la balanza comercial debe continuar en los próximos trimestres, en vista de la evolución de los precios de todas las materias primas, incluyendo los agrícolas y todos los mineros, y seguirá siendo un impulsor para el PIB de 2022. Este superávit es muy positivo para la estabilidad de la moneda que se ha verificado a lo largo de 2021, y una inflación moderada que también contribuye a ello.

En cuanto a encuestas de perspectivas, el índice de gestores de compras (PMI) manufacturero subió al 53,8 en marzo (desde los 50,2 puntos de febrero). Por su parte, las encuestas a las familias y los indicadores de confianza del consumidor apuntan a una continuación de la recuperación. Las ventas al por menor en febrero aumentaban a un ritmo del 14,5% interanual. En este contexto, estimamos un crecimiento del PIB de Indonesia del 5,7% en 2022 y 5,6% en 2023, gracias a las condiciones favorables para las exportaciones (véase la Tabla 1.2.13, y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

La inflación, por su parte, se ha situado en el 2,6% en marzo, con la subyacente en 2,4%, un nivel muy inferior a lo que se está verificando en otras partes del mundo. Por ello, parece que, por ahora, Indonesia está al abrigo de las subidas de los costes de la energía, las materias primas y las disrupciones en las cadenas de suministro. El motivo es que Indonesia es un exportador neto. Los precios al productor suben solo un 3%, mientras que en Europa hay países donde suben un 30%. El Banco Central de Indonesia, en su reunión de marzo, ha mantenido los tipos de interés en el 3,50%. La decisión es coherente con la necesidad de mantener la estabilidad del tipo de cambio y controlar la inflación (el objetivo de inflación del banco central se sitúa en 3%, +/- 1%), junto con los esfuerzos para reactivar el crecimiento económico a pesar de la acumulación de presiones externas, en particular las tensiones geopolíticas entre Rusia y

Ucrania. El Banco de Indonesia también ha seguido optimizando su estrategia de combinación de políticas para mantener la estabilidad y apoyar la recuperación económica.

Gracias al superávit de la balanza comercial, la balanza por cuenta corriente también se situó en territorio positivo en el cuarto trimestre de 2021 (+0,28% del PIB, final). La existencia de una elevada financiación externa puede representar un riesgo, especialmente si la Reserva Federal sube tipos de interés más rápidamente que el Banco de Indonesia. Por otro lado, la moneda está teniendo un comportamiento estable gracias a la balanza comercial positiva que compensa el efecto negativo de los flujos de inversión salientes.

### 1.2.14 Filipinas

#### La recuperación económica seguirá fuerte después de un 2021 de inicio de la reactivación post-pandemia.

La economía de Filipinas ha crecido en el cuarto trimestre de 2021 un 7,7% a/a, lo que se tradujo en un 5,5% para la totalidad del año, gracias al fin de las restricciones por la pandemia que fueron muy estrictas en el primer semestre de ese año. Además, el consumo privado creció igualmente un 7,5% a/a y el consumo público un 7,4% a/a. Por otra parte, la recuperación de la inversión ha perdido un poco de fuerza (+12,6% en úl-

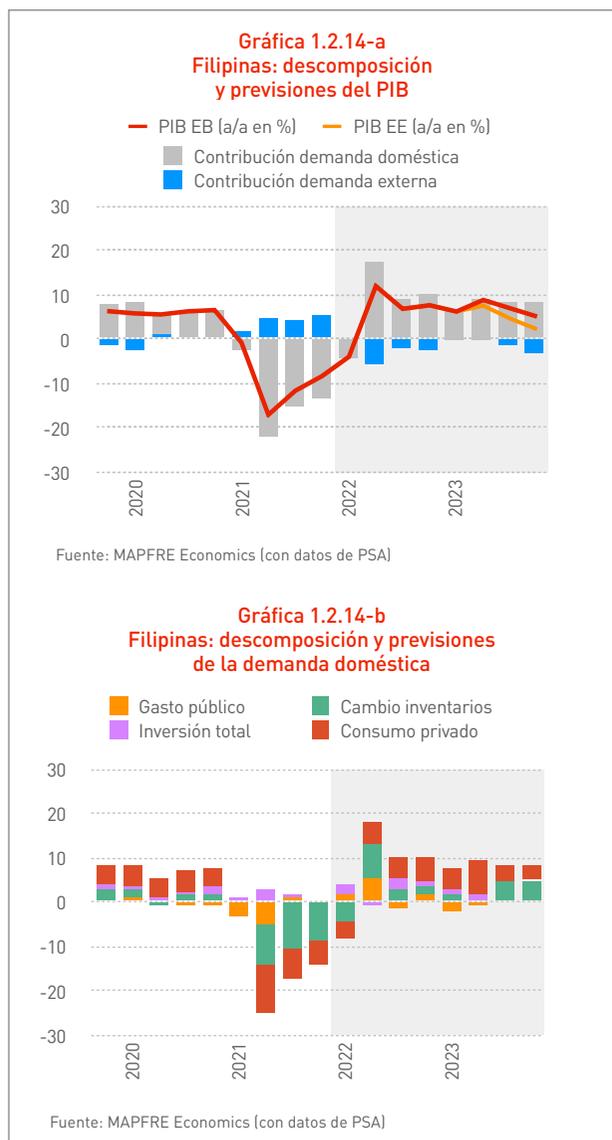
- La recuperación de la economía filipina seguirá a pesar de los vientos en contra de la inflación y depreciación de la moneda.
- El banco central mantiene los tipos de interés estables por la necesidad de seguir apoyando la recuperación y tolera la depreciación de la moneda.
- La inversión extranjera podrá bajar por la incertidumbre, pero la inversión interna seguirá fuerte.

Tabla 1.2.14  
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	6,9	6,3	6,1	-9,6	5,6	6,8	5,7	5,1	5,0
Contribución de la demanda doméstica	7,9	8,8	6,3	-13,2	8,1	8,0	8,0	6,0	7,4
Contribución de la demanda externa	-0,9	-2,4	-0,2	3,6	-2,5	-1,2	-2,3	-0,9	-2,4
Contribución del consumo privado	4,3	4,2	4,2	-5,8	3,1	5,0	4,0	3,4	3,7
Contribución de la inversión total	2,7	3,5	1,0	-5,9	2,1	3,0	2,9	2,5	2,6
Contribución del gasto público	0,7	1,6	1,1	1,6	1,1	0,7	0,2	0,7	0,2
Consumo privado (% a/a)	6,0	5,8	5,9	-7,9	4,2	6,8	5,5	4,8	5,1
Gasto público (% a/a)	6,5	13,4	9,1	10,5	7,0	4,7	1,5	4,7	1,5
Inversión total (% a/a)	10,6	12,9	3,9	-27,5	9,6	12,7	11,6	10,7	10,4
Exportaciones (% a/a)	17,4	11,8	2,6	-16,3	7,8	8,8	10,6	7,1	9,1
Importaciones (% a/a)	15,1	14,6	2,3	-21,6	12,9	9,5	13,4	7,6	12,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	5,1	4,6	8,7	6,8	6,3	5,9	6,4	6,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,0	6,1	1,4	2,9	3,6	5,9	2,6	7,5	3,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,1	-3,1	-3,4	-7,6	-8,6	-8,4	-7,1	-8,9	-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 comercial (% PIB)	-12,2	-14,7	-13,1	-9,3	-13,4	-17,8	-16,0	-18,3	-17,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,7	-2,6	-0,8	3,1	-1,2	-5,2	-3,9	-5,6	-4,7
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	4,75	4,00	2,00	2,00	2,50	3,25	3,74	4,18
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,22	5,03	3,97	2,00	1,81	2,67	3,37	3,80	4,26
Tipo de interés a 10 años (final período)	5,70	7,05	4,44	2,97	4,72	5,80	5,88	6,52	6,63
Tipo de cambio vs USD (final período)	49,92	52,72	50,74	48,04	50,27	51,43	49,07	52,23	49,46
Tipo de cambio vs Euro (final período)	59,87	60,37	57,01	58,94	56,93	58,16	57,16	59,11	57,46
Crédito privado (% a/a, media)	17,6	16,8	9,5	4,0	0,9	6,8	8,0	7,5	8,2
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)	9,4	10,3	6,9	-8,0	8,1	8,8	12,2	7,9	12,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,1	6,4	5,0	5,6	3,5	4,1	5,9	4,7	5,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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



timo trimestre de 2021). El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero mejora situándose en 53,2 en marzo, desde los 52,8 puntos en febrero. Asimismo, las encuestas del banco central para el siguiente trimestre por sectores apuntan todas ellas a una continuación de la recuperación: industria, construcción, comercio y servicios. El consumo deberá crecer un 6,8%, la inversión un 13% y se espera que las exportaciones crezcan 8,8% y las importaciones crezcan un 9,5%. De esta forma, hemos ajustado la previsión de crecimiento del PIB para 2022 al 6,8% y la de 2023 al 5,7% (véase la Tabla 1.2.14, y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La inflación se ha situado en 4,0% en marzo, con subidas elevadas en transportes (10,3%), electricidad, gas y combustibles (17,4%). Así, la inflación alcanza la banda alta del rango de 2-4% objetivo del Banco Central de Filipinas (BSP). En su reunión de febrero, el BSP ha mantenido los tipos de interés sin alterar en el 2,00% (*Overnight Repo*). Además, se prevé que mantenga una política acomodaticia para asegurar la sostenibilidad de la recuperación. El banco central observó que el crecimiento económico parece estar ganando tracción gracias a la mejora

de la movilidad y el sentimiento, por la relajación de los protocolos de cuarentena. Sin embargo, dada la recuperación en curso, la prioridad del BSP sigue siendo mantener el apoyo a la economía nacional. Así, la postura del banco central sobre la política monetaria es de seguir apoyando la recuperación y, por tanto, mantener tipos, lo que entraña cierto riesgo para la estabilidad de la moneda. Con esa medida, sin embargo, pretende evitar una salida prematura de las medidas de respuesta de la pandemia para evitar un daño económico a largo plazo. La política actual también está respaldada por unas perspectivas de inflación manejables.

Los principales riesgos de cara a 2022 para la economía filipina provienen de la inflación, por los precios de la energía, y de los costes de transporte de mercancías. Las elecciones presidenciales de mayo de 2022 también introducen incertidumbre y puede afectar principalmente a la inversión extranjera directa.



## 2. Panorama sectorial

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

#### 2.1.1 Mercados globales

El inicio de la invasión rusa a Ucrania en el mes de febrero de 2022 ha venido a complicar el panorama para la actividad económica global y, consecuentemente, el desarrollo de los mercados aseguradores a nivel global, los cuales se enfrentan a un entorno de incertidumbre más elevada, una desaceleración en el crecimiento económico más allá de lo esperado con anterioridad al inicio del conflicto y mayores presiones inflacionistas. Algunos de los principales problemas generados por el proceso de reapertura económica post-pandemia, en lugar de corregirse, han venido a agravarse a consecuencia de la guerra y de las sanciones impuestas a Rusia por la invasión. La revisión a la baja de la estimación del crecimiento económico mundial hasta el 3,6% (6,1% en 2021), el alza de los pronósticos de inflación y el aumento de la incertidumbre por el conflicto (unido a una pandemia que todavía sigue provocando distorsiones en algunas economías) están ensombreciendo el panorama para el desarrollo del negocio y de la rentabilidad del sector asegurador en 2022. El panorama continúa, sin embargo, siendo dispar, existiendo el riesgo para algunas economías de caer en una situación de estancamiento económico con altas tasas de inflación, lo que sería un escenario especialmente perjudicial para todos los sectores de actividad económica,

mientras que otras en las que el mercado laboral continúa fuerte presentan mejores perspectivas, a pesar de las presiones inflacionistas y del complejo panorama económico y geopolítico.

La guerra en Ucrania y las sanciones adoptadas contra Rusia han elevado la presión en los precios de la energía y de las materias primas, que han subido de forma acusada motivando una inflación más alta y persistente de lo previsto, alimentada por los cuellos de botella en la oferta tras la reapertura económica (que empezaban a mejorar pero que han vuelto a agravarse a raíz de la invasión) y por los extensos paquetes de ayudas fiscales y monetarias aplicados para combatir la situación provocada por la pandemia. Esta situación viene a ensombrecer el panorama para el sector asegurador cuya rentabilidad puede verse afectada de forma negativa por la erosión que supone la inflación en los márgenes empresariales, aumentando la presión sobre los precios de los seguros en un momento en el que el proceso inflacionista viene a reducir el poder adquisitivo de los hogares y hace más difícil trasladar a los precios el aumento en los costes que esto supone. En cuanto al volumen de negocio No Vida en este entorno (véase el Recuadro 2.1.1), los seguros de autos seguirán acusando la caída de las matriculaciones de nuevos vehículos (todavía lejos de los niveles precrisis), amplificada por los cuellos de botella en la oferta derivados de la escasez de semiconductores y de ciertos metales como el aluminio, de los que Rusia es uno de los principales productores. Estas interrupciones en las cadenas de suministros continúan lastrando las nuevas matriculaciones de vehículos,

**Recuadro 2.1.1**  
**Actualización de previsiones de crecimiento de primas No Vida:**  
**una valoración del efecto de la crisis en Ucrania**

**El nuevo entorno económico**

A raíz de la invasión de Rusia a Ucrania, de la disrupción comercial, financiera y de confianzas que esta ha supuesto y de las sanciones impuestas por Occidente, el panorama económico global se ha deteriorado visiblemente. La recuperación de los niveles de actividad económica pre-pandemia que a finales de 2021 se había retrasado por la aparición de la variante Ómicron, ahora vuelve a postergarse para una gran parte de países como resultado de los efectos de la crisis geopolítica. Al mismo tiempo, el contexto económico global se vuelve más complejo, fundamentalmente por un agotamiento de la política fiscal unido al deterioro productivo ocasionado por las continuadas disrupciones de la cadena de valor, una aceleración de la inflación de doble variante (una determinada fundamentalmente por la *demand*a, como en Estados Unidos, y otra guiada por factores de *oferta* ligados a los problemas de suministro y costes de la energía, gas y electricidad, como en Europa) que determina diferentes sendas de actividad económica y política monetaria. En este contexto, además, se regresa a la incertidumbre y la aversión al riesgo, lo que, por un lado, está incrementando las tasas de ahorro y, por otro, reduciendo el consumo a la par que restringiendo las condiciones financieras a nivel global.

A grandes rasgos, para los mercados seleccionados que nos ocupan en este análisis, el deterioro de las perspectivas frente a la visión económica global previa es palpable, pero no catastrófica (véase la Tabla A). Por el momento, conforme a nuestro escenario base aún creemos que es posible una desescalada de las tensiones geopolíticas durante los próximos dos meses, aunque los riesgos son a la baja.

**Tabla A.**  
**Variación de expectativas promedio 2022-2023**  
 (puntos básicos sobre las previsiones de enero 2022;  
 tipo de cambio en % de apreciación/depreciación)

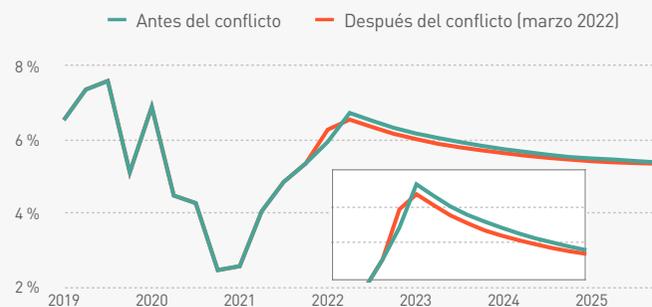
	Crecimiento	Inflación	Tipo de interés oficial	Pendiente curva	Tipo de cambio	Primas No Vida
Estados Unidos	-80	190	100	-69	-4 %	-5
Eurozona	-50	160	13	6	4 %	-30
China	-20	15	-13	5	1 %	-13
España	-50	135	13	8	4 %	-10
Brasil	-25	65	260	-103	-10 %	-12
México	-50	95	200	-169	-1 %	-50
Turquía	-40	1.300	100	300	8 %	-230

Fuente: MAPFRE Economics

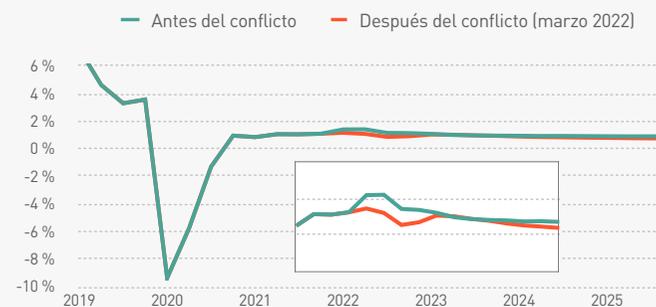
Bajo este nuevo contexto económico, esperamos en general una minoración del crecimiento frente al escenario base anterior, la cual será más pronunciada entre los países desarrollados, especialmente expuestos al comercio con Eurasia, como Europa, o financieramente sensibles a condiciones más restrictivas, como Estados Unidos. Por su parte, países exportadores de materias primas y comercialmente fuera del ámbito de las

**Recuadro 2.1.1 (continuación)**  
**Actualización de previsiones de crecimiento de primas No Vida:**  
**una valoración del efecto de la crisis en Ucrania**

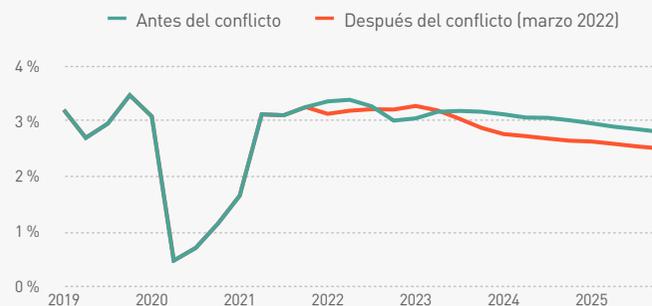
**Gráfica A**  
**Estados Unidos: previsiones antes y después del estallido del conflicto en Ucrania (a/a, %)**



**Gráfica B**  
**Eurozona: previsiones antes y después del estallido del conflicto en Ucrania (a/a, %)**



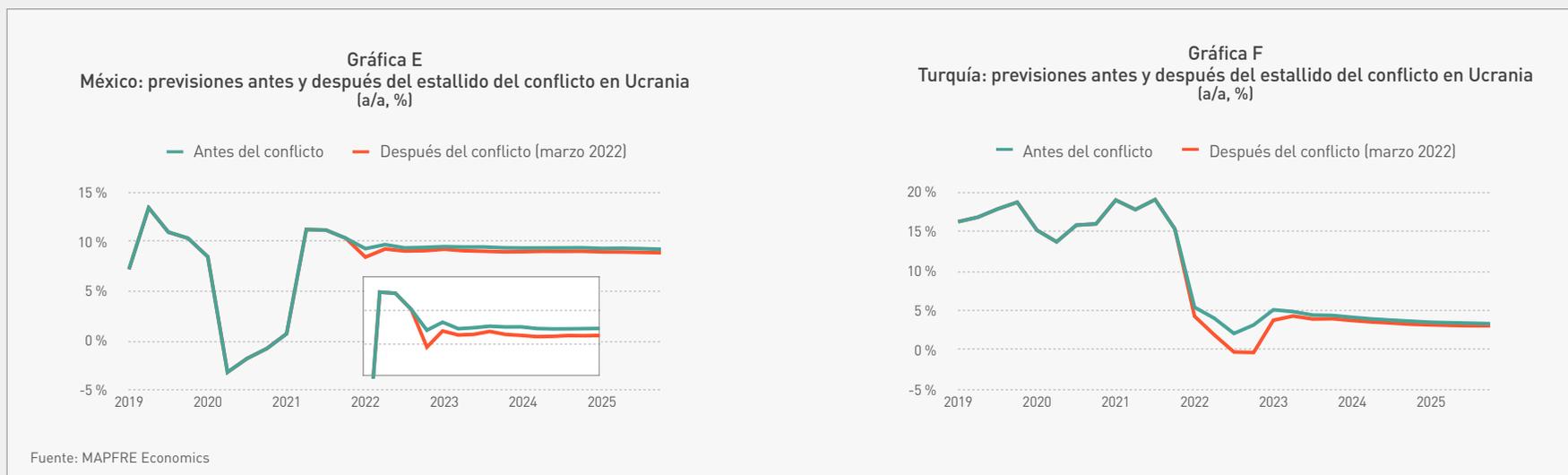
**Gráfica C**  
**España: previsiones antes y después del estallido del conflicto en Ucrania (a/a, %)**



**Gráfica D**  
**Brasil: previsiones antes y después del estallido del conflicto en Ucrania (a/a, %)**



**Recuadro 2.1.1 (continuación)**  
**Actualización de previsiones de crecimiento de primas No Vida:**  
**una valoración del efecto de la crisis en Ucrania**



sanciones, parecen tener menos exposición en términos de actividad, como es el caso de América Latina y Asia.

Por el lado de la inflación, las asimetrías también son palpables puesto que en el marco de las economías avanzadas se cuenta con casi 150 puntos básicos de mayor inflación esperable en promedio en 2022-2023, mientras que otras economías menos expuestas no afrontan semejante reto. Las divergencias de actividad e inflación, en especial entre Estados Unidos y la Eurozona, o entre mercados desarrollados y emergentes, alumbrarán sesgos monetarios diferenciados, con los países de la región de América

Latina agotando la senda de subidas de tipos de interés, Estados Unidos manteniéndola, pero con menor intensidad (menores subidas esperables), y la Eurozona barajando una subida al final de 2023.

Los cambios en la inflación, la actividad y el sesgo monetario darán lugar a modificaciones en la pendiente esperada de la curva de tipos de interés y, aunque con diferentes intensidades, esta apunta en casi todos los países a una pérdida de pendiente, anticipando crecientes temores en la actividad y en algunos casos la inversión (pendiente inversa).

**Recuadro 2.1.1 (continuación)**  
**Actualización de previsiones de crecimiento de primas No Vida:**  
**una valoración del efecto de la crisis en Ucrania**

**El ajuste a las previsiones de primas en el segmento de No Vida**

La última columna de la referida Tabla A muestra cómo a raíz del esperable deterioro de la actividad económica, precios y condiciones financieras (depreciación de monedas y aplanamiento de la curva), las previsiones de crecimiento de las primas en el segmento del mercado de seguros No Vida también tienden que deteriorarse. En promedio, esperamos un crecimiento promedio de las primas No Vida en 2022 y 2023 que tenderá a ser 40 puntos básicos menor de lo que anticipábamos hace un año, siendo mayores las caídas en los mercados fuertemente elásticos al ciclo económico (como es el caso de los mercados emergentes) y menor en los países más desarrollados, pese a que el deterioro de la actividad esperable es mayor en estos últimos.

Fuente: MAPFRE Economics

En nuestro escenario base no se esperan cambios sustanciales en la estructura de la demanda ni de la oferta aseguradora, con el crecimiento potencial de los diferentes mercados analizados intactos y sus reglas monetarias sin alterar. Tampoco se espera que se produzca una espiral inflacionaria ni un proceso de estanflación. Por lo tanto, en los mercados analizados se prevé que el conflicto en Ucrania tenga efectos transitorios sobre la demanda aseguradora (como los explicados más arriba), pero sin alterar el crecimiento de largo plazo de estos. Así, las primas No Vida retornarán a su senda de crecimiento de largo plazo a partir de 2024, tal y como aparece esquematizado en las Gráficas A a F.

repercutiendo de forma negativa en el negocio de los seguros de Autos. En el lado positivo, sin embargo, en términos de volumen de negocio algunas líneas de actividad como los seguros de salud y de Vida riesgo pueden verse beneficiados de una mayor sensibilidad al riesgo de enfermedad y fallecimiento a consecuencia de la pandemia y de la guerra, especialmente en los países donde los sistemas sanitarios públicos son más débiles. Otros segmentos de negocio importantes, como son los multirriesgo del hogar e industriales, también suelen mostrarse resilientes en estas situaciones.

Por otro lado, la persistencia de una inflación más alta de lo previsto está motivando un endurecimiento de la política monetaria en gran parte de

los mercados, tanto desarrollados como emergentes (con alguna excepción, como es el caso de China), lo que favorecerá el desarrollo de los seguros de Vida vinculados al ahorro y rentas vitalicias tradicionales. No obstante, persisten situaciones de tipos de interés reales negativos, unidos a una inflación más alta y duradera, lo que puede erosionar la capacidad de ahorro de los hogares y reducir la demanda de este tipo de productos. En cuanto al panorama para los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los retrocesos y la alta volatilidad de los mercados de valores dificultan su comercialización, lo que obligará a las entidades aseguradoras a adaptar sus productos a un nuevo entorno en el que los tipos de interés libres de riesgo y las primas de riesgo en la renta fija se están elevando por la retirada de los estímulos

monetarios. Así, el negocio de los seguros de Vida inversión afronta un panorama más complejo en el que, sin duda, el mercado de bonos soberanos y corporativos está adquiriendo un mayor protagonismo.

Es de destacar, asimismo, que las valoraciones de los activos se encontraban en niveles altos, en el caso de la renta fija por las bajadas de tipos de interés y por los programas de adquisiciones netas de bonos implementadas por los bancos centrales para combatir los efectos económicos adversos provocados por la pandemia, y en el caso de la renta variable con muchos índices tocando niveles máximos ayudados por la elevada liquidez y falta de rentabilidad de la renta fija. El anuncio de la retirada de estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal y otros bancos centrales se ha unido con la situación geopolítica provocada por la invasión a Ucrania, lo que ha incrementado la volatilidad y las correcciones tanto en el mercado de bonos como en los principales índices de renta variable, situación que puede afectar de forma negativa al balance y la posición de solvencia de aquellas entidades aseguradoras que no hayan gestionado adecuadamente estos riesgos.

### 2.1.2 Eurozona

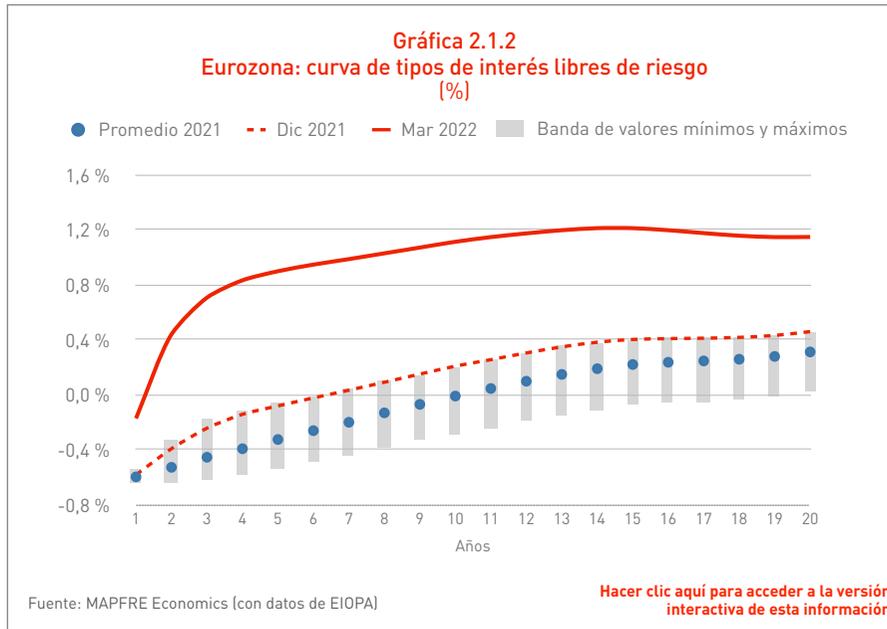
Las previsiones de crecimiento económico para la Eurozona se han revisado a la baja en un punto porcentual respecto a la anterior estimación, con un crecimiento para 2022 del 2,9% frente al 5,3% de 2021 (-6,5% en 2020), en un entorno de gran incertidumbre a consecuencia de la guerra en Ucrania y de las sanciones impuestas a Rusia por la invasión, siendo Europa la región más afectada por el conflicto, tanto por el nivel de vinculación comercial como por su dependencia energética. De esta forma, el entorno continúa siendo de recuperación y crecimiento económico, pero con una importante desaceleración prevista respecto del año anterior, lo que complica el panorama para el desarrollo del sector asegurador. Además, el repunte de la inflación a consecuencia de la reapertura económica tras las peores fases de la pandemia se ha agravado por el aumento en los precios de la energía, alimentos y otras

materias primas a consecuencia de la guerra, lo que puede repercutir de forma negativa en la rentabilidad de las entidades aseguradoras, poniendo presión sobre los precios de los seguros.

Las disrupciones en las cadenas de suministros (que comenzaban a mejorar) se han vuelto a agravar y continuarán afectando de manera particular al sector automovilístico, por la escasez de chips necesarios para su producción junto con otras materias primas de las que Rusia es un gran productor, lastrando las nuevas matriculaciones y repercutiendo de forma negativa en el negocio de los seguros de autos, existiendo gran incertidumbre en cuanto al tiempo que pueda durar esta situación.

Por otro lado, el fuerte repunte y la persistencia de la inflación (7,4% en el mes de marzo) están motivando un cambio de orientación en la política monetaria ultra acomodaticia que venía aplicando el Banco Central Europeo (BCE), la cual está entrando en un contexto de reducción más acelerada de lo esperado de los programas de adquisiciones netas de activos. Así, se prevé que el incremento en el volumen de compras netas de bonos soberanos y corporativos finalice entre los meses de julio y septiembre, con subidas de tipos de interés que empezarán “algún tiempo después” del final del programa de compras netas y serían en todo caso graduales, todo ello dependiendo de los datos que se vayan produciendo.

En este sentido, en su reunión de abril el BCE decidió mantener los tipos de interés a corto plazo en los niveles actuales (0% las operaciones principales de financiación y -0,5% la facilidad de depósito). Sin embargo, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA)<sup>4</sup> que se ilustran en la Gráfica 2.1.2, se aprecia una nueva y acusada subida de los tipos de interés libre de riesgo de mercado en todos sus tramos, quedando en niveles sustancialmente superiores a los máximos alcanzados en el año previo, con tipos de interés positivos a partir de vencimientos por encima de un año (cuando a finales del año previo continuaban en terreno negativo hasta los seis años). No obstante, y a pesar del nuevo repunte, los tipos de



interés libres de riesgo continúan en niveles relativamente bajos (notablemente inferiores a la inflación), lo que, aunque mejora, continúa dibujando un panorama complejo para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales de las entidades aseguradoras que se enfrentan a una situación de intereses reales negativos.

Por otro lado, el índice Euro Stoxx 50 (y en general los principales mercados de valores a nivel mundial) han sufrido un repunte en su volatilidad por la mayor incertidumbre generada a consecuencia de la guerra en Ucrania y las sanciones impuestas a Rusia, unido a los mensajes de retirada de estímulos monetarios por parte de los bancos centrales, lo que, en conjunto, complica el panorama para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, lo cuales tienen que adaptarse a un nuevo entorno de

mayor volatilidad en la renta variable y una renta fija que ofrece mayores tipos de interés y primas de riesgo más alineadas al riesgo de crédito de las emisiones, una vez que van retirándose los programas de adquisiciones netas de activos por parte de los bancos centrales.

### 2.1.3 Alemania

Dentro de las grandes economías de la Eurozona, la economía alemana es la que mayor exposición presenta a las consecuencias derivadas de la guerra en Ucrania y a las sanciones impuestas a Rusia, lo que se traduce en una rebaja sustancial en las expectativas de crecimiento económico para 2022, la cual ha sido en torno a dos puntos porcentuales para situarse en el 2,0% frente al crecimiento del 2,9% de 2021 (-4,9%, en 2020). Como antes se ha indicado, la guerra en Ucrania ha vuelto a agravar los problemas por el fuerte repunte en los precios de la energía y las disrupciones en las cadenas de suministros. En cualquier caso, el consumo privado seguirá siendo el motor del crecimiento económico alemán y, en menor medida, la inversión, lo que configura un entorno todavía favorable para el desarrollo del sector asegurador, aunque con un mayor nivel de incertidumbre que ha deteriorado los indicadores de confianza.

Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano alemán continúa experimentando un repunte significativo al alza y en el mes de abril presenta niveles positivos en todos los plazos superiores al año (cuando en el anterior trimestre eran negativos en vencimientos hasta los diez años). El repunte de la inflación y los mensajes del BCE de retirada de los estímulos monetarios y posible subida de tipos de interés a finales de año se refleja claramente en el repunte en la rentabilidad del bono soberano alemán. Si bien los niveles de los tipos de interés continúan deprimidos, al menos están abandonando el terreno negativo y la curva de tipos presenta una pendiente positiva, lo cual supone una ligera mejoría en el entorno todavía complicado para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales dados los bajos niveles de los tipos de interés nominales,

que conlleva a una situación de intereses reales negativos. El DAX alemán, por su parte, continúa con un comportamiento volátil que ha aumentado a consecuencia de la invasión de Ucrania, lo que complica el desarrollo de productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. No obstante, el repunte de los tipos de interés de la renta fija puede ayudar a comercializar modalidades de este tipo de productos que ofrezcan cierta protección contra la pérdida de poder adquisitivo ante el repunte de la inflación, adaptados al perfil de riesgo de los tomadores de seguros.

#### 2.1.4 Italia

Como ocurre para el conjunto de la Eurozona, se han rebajado las expectativas de crecimiento económico para Italia (en 1,5 puntos porcentuales) a consecuencia de la guerra en Ucrania y por las sanciones impuestas a Rusia por la invasión. De esta forma, la previsión para la economía italiana en 2022 es de un crecimiento del PIB del 2,9%, lo que supone una desaceleración significativa frente al crecimiento de 2021 del 6,6% (-9,1% en 2020). El buen comportamiento del consumo y la inversión privados (con la ayuda de los fondos europeos para la recuperación) se verá, sin embargo, lastrado por el sector exterior a consecuencia de los altos precios de la energía y de las disrupciones en la cadena de suministros que el estallido de la guerra en Ucrania ha venido a agravar. Se complica, por tanto, el panorama para el desarrollo del sector asegurador en ese mercado, en un entorno de mayor inflación que erosiona la renta disponible de los hogares y los márgenes empresariales, lo que puede afectar de forma negativa el volumen de negocio y rentabilidad, poniendo presión sobre los precios de los seguros.

Por otro lado, el cambio de orientación de la política monetaria por parte del BCE por el repunte de la inflación en la Eurozona (más persistente de lo esperado) y, en particular, el fin de las adquisiciones netas de bonos soberanos y corporativos prevista para el tercer trimestre del año, continúa provocando un repunte en la prima de riesgo y la prima por plazo

de la deuda soberana italiana, en línea con la inflación (del 6,5% en el mes de marzo), aunque el nivel de los tipos de interés nominales siguen por debajo de la inflación, lo que conlleva una situación de intereses reales negativos que complican la comercialización de los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. Por otra parte, se ha incrementado la volatilidad de los mercados de renta variable con una fuerte corrección en el FTSE MIB que ya venía produciéndose desde principios de año y que se ha agravado a consecuencia de la invasión de Ucrania, aunque parece que tiende a corregir. En cualquier caso, se complica el entorno para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión que han cobrado importancia en el mercado italiano en los últimos años, ante el entorno sostenido de bajos tipos de interés y, en los últimos meses, como una alternativa para protegerse contra el repunte de la inflación.

#### 2.1.5 España

La economía española se está viendo igualmente afectada por la guerra de Ucrania y las sanciones impuestas a Rusia, aunque en menor medida que el resto de las grandes economías de la Eurozona. En cualquier caso, esta situación ha llevado a revisar de forma sustancial las expectativas de crecimiento económico para 2022 en 1,3 puntos porcentuales hasta situarse en el 4,2% frente al 5,0% de 2021 (-10,8% de 2020). Esto supone que la economía española sufrirá una ligera desaceleración en su crecimiento y no alcanzará el nivel anterior a la pandemia sino hasta 2023. La evolución de la pandemia está siendo favorable, repercutiendo de forma positiva en sectores importantes para la economía española como es el turismo, pero el aumento del precio de la energía y de los alimentos ha motivado un fuerte repunte de la inflación. El consumo privado y la inversión (con la ayuda de los fondos europeos) continúan recuperándose, pero pierden impulso por la elevada incertidumbre unida a la pérdida de poder adquisitivo de los hogares y a la caída en los márgenes empresariales a consecuencia de la inflación, lo que puede restar dinamismo al desarrollo del negocio del mercado asegurador y erosionar

su rentabilidad, elevando la presión sobre los procesos de tarificación de los seguros. Asimismo, la escasez de suministros continúa ralentizando los niveles de producción del sector automovilístico, lastrando las exportaciones y las nuevas matriculaciones de vehículos, situación que se ha agravado también a consecuencia de la invasión de Ucrania, por lo que el negocio de los seguros de autos seguirá sufriendo esta situación y se ha elevado la incertidumbre en cuanto a su posible recuperación en los próximos meses.

El negocio para los seguros de Vida vinculados al ahorro, por su parte, continuará marcado por el entorno de bajos tipos de interés, aunque la situación comienza a presentar una ligera mejoría por el cambio de orientación de la política monetaria del BCE hacia la finalización del proceso de expansión monetaria, con el fin del incremento de compras netas de bonos soberanos y corporativos previsto para el tercer trimestre y expectativas de alguna subida de tipos de interés a finales de año (en función de la evolución de la inflación), lo que está elevando la curva de tipos de interés de mercado del bono soberano español que ha salido del terreno negativo en todos sus plazos superiores al año y comienzan a ofrecer una cierta prima por plazo positiva. Sin embargo, los tipos de interés nominales continúan en niveles inferiores a la inflación generando un entorno de tipos de interés reales negativos, por lo que la previsión es que las primas de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales todavía queden lejos de los niveles prepandemia. La renta variable, que venía siendo una alternativa para protegerse contra el entorno de bajos tipos de interés y el repunte de la inflación, ha sufrido un repunte en su volatilidad a consecuencia de la guerra en Ucrania, lo que viene a complicar el panorama para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. No obstante, el repunte de los tipos de interés de la renta fija puede ayudar a comercializar modalidades de este tipo de productos que ofrezcan cierta protección contra la pérdida de poder adquisitivo ante el repunte de la inflación, adaptados al perfil de riesgo de los tomadores de seguros, aprovechando el repunte en los tipos de interés libre de riesgo y unas

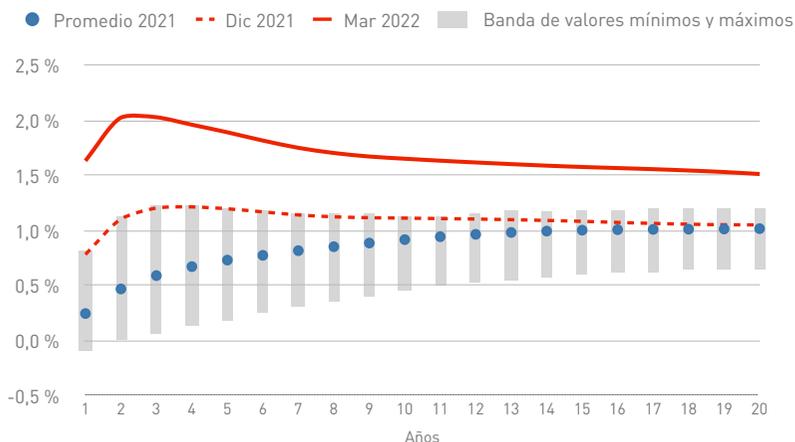
primas de riesgo más alineadas con el riesgo de crédito de las emisiones, una vez finalicen los programas de adquisiciones netas de bonos soberanos y corporativos prevista para el tercer trimestre del año.

### 2.1.6 Reino Unido

En el caso del Reino Unido, se han rebajado también las expectativas de crecimiento económico para 2022 en 0,7 puntos porcentuales hasta el 3,7%, frente al crecimiento de 2021 del 7,5% (-9,4% en 2020). No obstante, sigue siendo un crecimiento significativo que le permitirá superar este año el nivel precrisis gracias al buen comportamiento del consumo y (en menor medida) de la inversión privada, lastrado por el sector exterior a consecuencia de los altos precios de la energía y de la escasez en la cadena de suministros, problemas que la guerra en Ucrania y las sanciones impuestas a Rusia han venido a agravar. El crecimiento económico previsto para este año continuará dando apoyo al desarrollo del negocio de su mercado asegurador, aunque el repunte de la inflación y la erosión que esto supone en la renta disponible de los hogares y en los márgenes empresariales pueden terminar afectando de forma negativa a su volumen de negocio y a su rentabilidad, poniendo presión sobre los precios de los seguros.

Respecto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, el Banco de Inglaterra continúa con su senda de endurecimiento de la política monetaria y ha vuelto a incrementar los tipos de interés en dos ocasiones en 25 puntos básicos en los meses de febrero y marzo, hasta alcanzar el 0,75%, a consecuencia del repunte de la inflación (7% en el mes de marzo). En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA del cierre del mes de marzo (véase la Gráfica 2.1.6) se aprecia una subida significativa en todos los tramos de la curva, la cual queda notablemente por encima de los niveles máximos alcanzados en el año previo, con un primer tramo en los vencimientos cortos (hasta dos años) que presenta una acusada pendiente positiva y un segundo tramo que presenta una inversión de la curva de tipos en los tramos medios y

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

largo, con pendiente negativa. De esta forma, la incertidumbre sobre la inflación y la futura orientación de la política monetaria continúa produciendo distorsiones en la curva de tipos. A pesar de poder ofrecer una prima por plazo positiva en vencimientos hasta dos años, el entorno de tipos de interés continúa siendo complicado para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales por los bajos niveles de los tipos de interés nominales, que quedan por debajo de la inflación generando un entorno de tipos de interés reales negativos. Por otro lado, el FTSE 100 continúa presentando una elevada volatilidad, sufriendo una fuerte contracción con el estallido de la guerra para luego corregir y quedar de nuevo cerca de sus máximos históricos, lo que viene a complicar la comercialización de los seguros de Vida en los

que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy arraigados en este mercado.

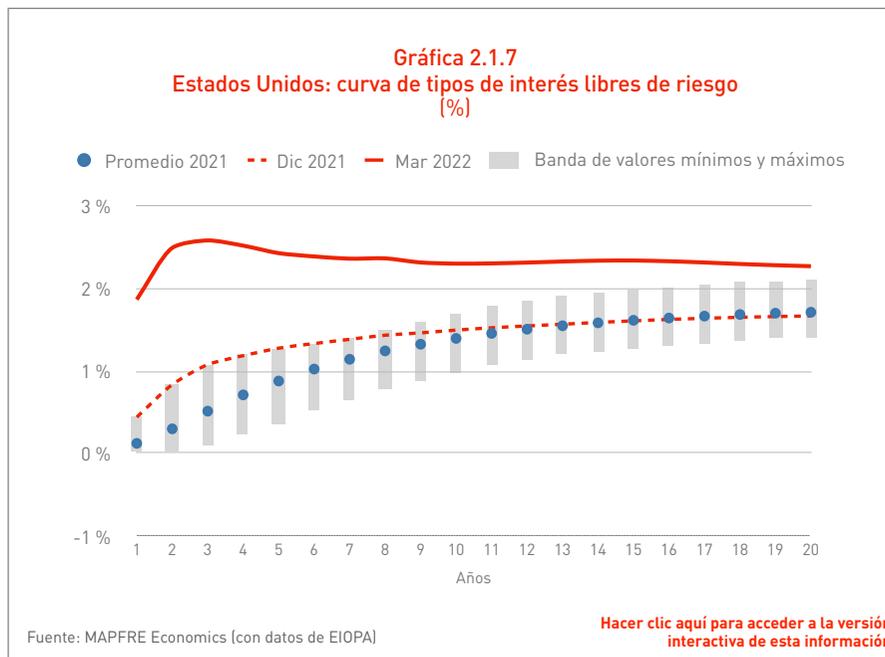
## 2.1.7 Estados Unidos

Se han rebajado las expectativas de crecimiento del PIB de los Estados Unidos en 0,8 puntos porcentuales hasta el 3,2% en 2022, a consecuencia de los efectos producidos por la guerra en Ucrania y de las sanciones impuestas a Rusia, los cuales vienen a agravar el problema de las altas tasas de inflación que ya presentaba esta economía por el aumento en el precio de la energía y los cuellos de botella en la oferta en una economía con un mercado laboral saturado y con abundante liquidez en el sistema. Así, la economía de los Estados Unidos se mantiene creciendo, lo que continúa dibujando un panorama favorable para el desarrollo del sector asegurador, aunque se prevé una desaceleración económica frente al crecimiento significativo del 5,7% de 2021 (-3,4% en 2020), en un contexto de mayor endurecimiento de la política monetaria ultra laxa que venía aplicando la Reserva Federal y recorte de los estímulos fiscales. El repunte de la inflación y la presión al alza de los salarios pueden influir de forma negativa en la rentabilidad del sector asegurador en el corto plazo, por el incremento del coste que esto supone, lo que pone presión sobre los procesos de fijación de tarifas para los seguros.

En cuanto al negocio de Vida, se verá beneficiado por las subidas de tipos de interés en un entorno de crecimiento económico, aunque las expectativas de que puedan producirse nuevas subidas de tipos de interés pueden retrasar la decisión de adquirir productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales en tanto estas se materializan. Por otro lado, los mercados de renta variable también lo están acusando con un aumento en la volatilidad y rotaciones en la composición de las carteras ante el nuevo escenario de tipos de interés, lo que puede complicar la comercialización de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión, muy comunes en este mercado.

Los últimos mensajes de la Reserva Federal de un mayor endurecimiento de la política monetaria ante el repunte de la inflación, se han visto reflejados en las últimas curvas de tipos de interés del mes de diciembre producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7), en las que se aprecia una fuerte subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en todos los tramos de la curva, que queda significativamente por encima de los niveles máximos alcanzados en el año previo. Por otra parte, se diferencian claramente dos tramos en la curva: un primer tramo en los vencimientos hasta tres años con acusada pendiente positiva, pero también se aprecia una inversión de la curva de tipos de finales del mes de marzo de 2022 en los tramos medios y largos (por encima de los tres años), en los que presentaba una pendiente negativa. A pesar de poder ofrecer una prima por plazo positiva en productos con vencimientos hasta

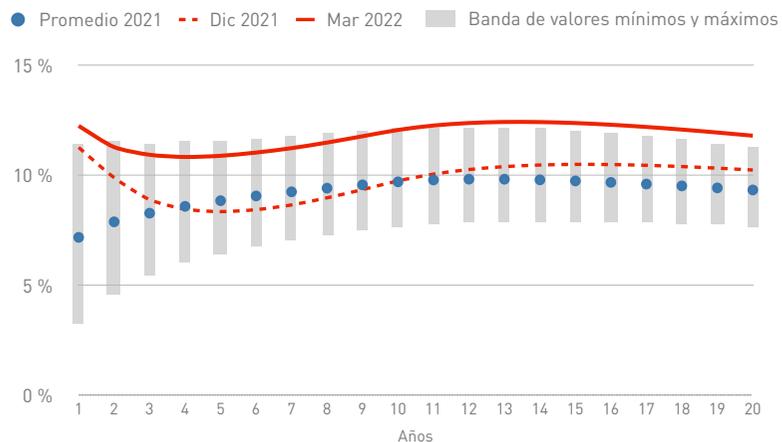
tres años, el entorno de tipos de interés continúa siendo complicado para la comercialización de productos de ahorro por los bajos niveles de los tipos de interés nominales que quedan por debajo de la inflación generando un entorno de tipos de interés reales negativos. Por otro lado, los mercados de valores de renta variable continúan dando muestras de agotamiento (tras tocar máximos históricos en los últimos años) por la ralentización económica, por el fin de las ayudas fiscales y por el aumento de los tipos de interés que incrementa el coste de financiación de las empresas. Estas subidas de tipos de interés de mercado afectan tanto al componente libre de riesgo como al de las primas de riesgo (por el fin del incremento de los programas de compras netas de bonos soberanos y corporativos respaldados con hipotecas), lo que repercute de forma negativa en la valoración de las carteras de bonos, pero presentan mejores expectativas para 2022 al poder ofrecer mayores rentabilidades. Estos factores continúan complicando el panorama del negocio de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que deberán ir adaptando sus productos a un nuevo entorno de tipos de interés en la renta fija y de mayor volatilidad y menor rentabilidad en la renta variable, en función del perfil de riesgo de los asegurados.



### 2.1.8 Brasil

En 2022, se estima que la economía brasileña sufrirá una desaceleración significativa a consecuencia del endurecimiento de la política monetaria, con el fin de controlar una inflación muy por encima del objetivo del banco central. Sin embargo, mejoran ligeramente las expectativas con un crecimiento del PIB real previsto del 0,7% frente a la fuerte recuperación de 2021, año en el que el PIB real creció un 5,0% superando el nivel anterior a la pandemia (-4,2% en 2020). La reactivación económica y el aumento en los precios de la energía provocaron un fuerte repunte de la inflación que no termina de estar controlada (11,3% en el mes de marzo), lo que ha obligado al banco central a endurecer su política monetaria con nuevas subidas de tipos de interés, revirtiendo las medidas de expansión adoptadas para luchar contra los efectos económicos provocados por la

**Gráfica 2.1.8**  
**Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo (%)**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

pandemia. Estas medidas están teniendo un efecto positivo sobre los tipos de cambio, lo cual puede ofrecer cierto alivio en el impacto negativo que tiene la inflación sobre la rentabilidad de las entidades aseguradoras.

La situación de desaceleración económica en 2022 puede ralentizar el crecimiento de los seguros de No Vida que, en 2021, experimentaron una notable recuperación. Los problemas en las cadenas de suministros a nivel mundial continúan afectando a la producción de automóviles y a las nuevas matriculaciones de vehículos que están todavía lejos de los niveles anteriores a la pandemia, lo que seguirá pesando en el negocio de los seguros de autos. Por otro lado, el entorno de tipos de interés tras las últimas subidas de tipos continúa siendo muy favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, como

instrumento utilizado por los hogares para proteger sus ahorros contra el repunte de la inflación (unido a una mayor sensibilidad al riesgo a consecuencia de la pandemia que puede favorecer el desarrollo de los seguros de Vida que ofrecen protección contra el riesgo de fallecimiento). La expectativa de que los tipos de interés están cerca de niveles máximos y que pueden ir a la baja una vez la inflación comience a ceder, puede favorecer el desarrollo de productos con garantía de tipos de interés a medio y largo plazo. El Banco de Brasil, en su proceso de endurecimiento de la política monetaria, ha vuelto a elevar los tipos de interés en 2022 hasta el 11,75% (tras las cinco subidas de tipos aplicadas en 2021 desde el 2%), estimándose que podría aplicar alguna subida adicional en abril de 2022 para luego estabilizarse. En la curva de tipos de interés libre de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8) se observa que la curva de tipos libres de riesgo comienza a aplanarse presentando una ligera pendiente negativa en sus primeros tramos, pero significativamente menor que en el anterior trimestre.

### 2.1.9 México

Para el caso de la economía mexicana, se han rebajado las estimaciones de crecimiento del PIB en 2022 hasta el 1,6% frente al 5,0% de 2021 (-8,4% en 2020), en un contexto de progresivo endurecimiento de la política monetaria ante el repunte de la inflación, que ha venido a agravarse por la presión adicional en los precios de la energía y de los alimentos a consecuencia del conflicto en Ucrania, por el estancamiento del consumo y la debilidad persistente de la inversión bruta fija. Esto supone una desaceleración significativa de la economía, por lo que el panorama para el negocio asegurador es menos favorable que el vivido en 2021 en términos de negocio y de rentabilidad (por el repunte de la inflación), aunque el crecimiento económico y la mayor sensibilidad al riesgo de hogares y empresas a consecuencia de la pandemia pueden seguir estimulando su demanda, especialmente en líneas de negocio como los seguros de salud y Vida riesgo.

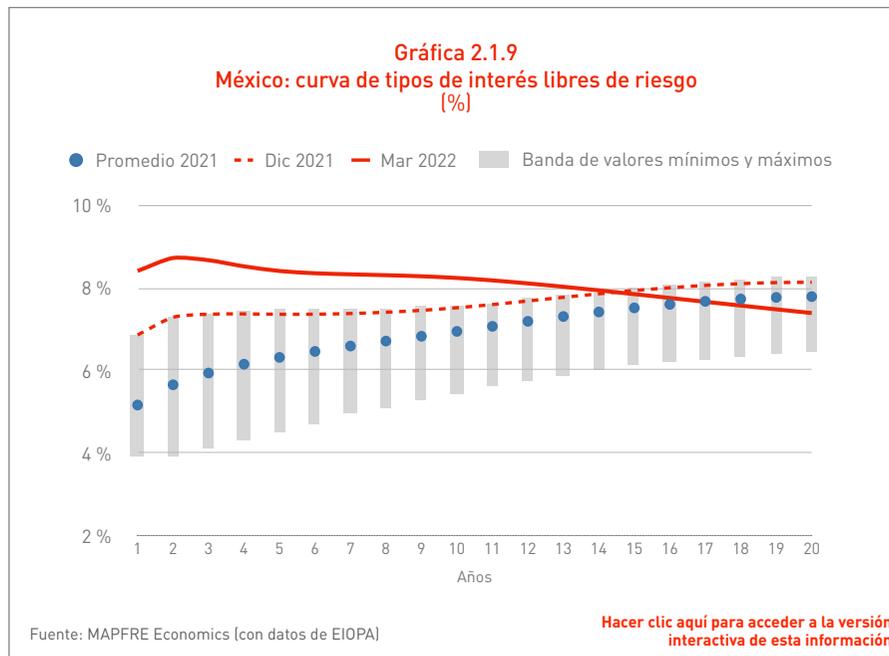
Por otro lado, el aumento de la inflación (7,45% en el mes de marzo) ha llevado al Banco de México a elevar el tipo de interés oficial hasta el 6,5% en el mes de marzo (desde el 5,5% del mes de diciembre), siendo esta la segunda subida de tipos de 2022 (tras las cinco subidas previas de 2021). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9) se observa una subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en los tramos corto y medio en una curva que presenta una pendiente negativa en prácticamente todos sus tramos, excepto en el más corto (vencimientos hasta dos años) en el que todavía ofrece una prima por plazo positiva. Este entorno de tipos de interés continúa siendo favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias por el alto nivel de los tipos de interés a corto plazo y la necesidad de protección de los ahorros frente a la elevada inflación, aunque la ralentización

económica y la erosión en el poder adquisitivo de los hogares por el aumento acusado de los precios puede mermar su capacidad de ahorro, lo que viene a complicar el panorama para esta línea de negocio.

### 2.1.10 Argentina

Para 2022, se ha revisado ligeramente al alza las estimaciones de crecimiento para la economía argentina hasta alcanzar el 3,0%, frente al 10,2% de 2021 (-9,9% en 2020). Se trata de un crecimiento moderado comparado con el de 2021, año en el que la economía argentina recuperó el nivel precrisis, siendo el consumo privado el principal motor del crecimiento. La inflación ha vuelto a repuntar hasta el 55,1% en el mes de marzo, a lo que ha contribuido el aumento del precio de la energía a consecuencia de la guerra en Ucrania y las sanciones impuestas a Rusia, con lo que la moneda continúa en su senda de depreciación afectando de forma negativa en la rentabilidad de las compañías aseguradoras. El entorno de alta inflación y la necesidad de implementar una serie de reformas acordadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI) pueden pesar sobre la economía y el sector asegurador, aunque el entorno de crecimiento económico moderado sigue siendo favorable para su desarrollo.

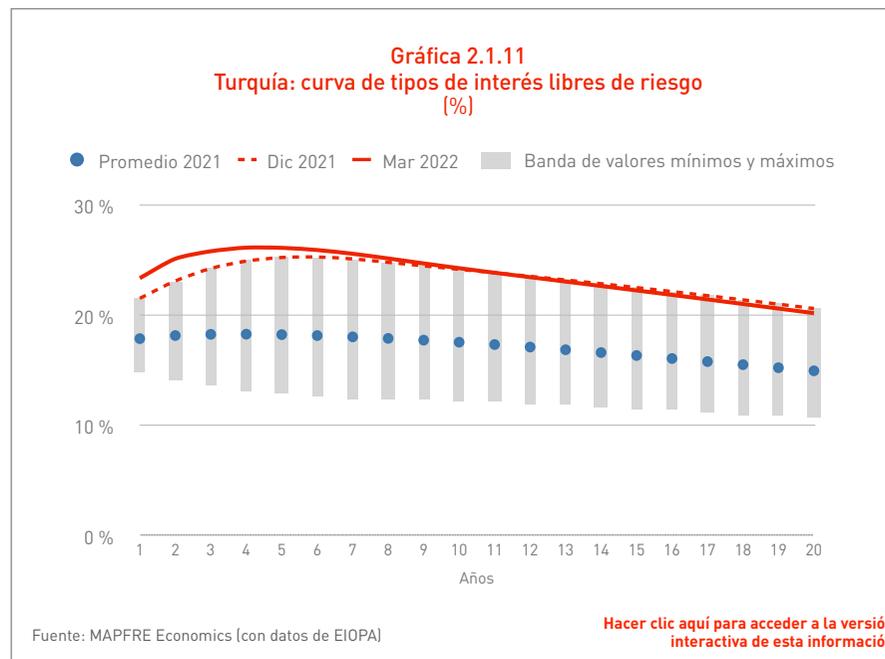
Por otro lado, el banco central ha endurecido su política monetaria revisando al alza el tipo de interés de referencia en dos ocasiones en los meses de marzo y abril hasta el 47% (desde el 40% a principios de año), quedando todavía por debajo de la inflación en un entorno de tipos de interés negativos, lo que dificulta la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro que no pueden ofrecer tipos de interés suficientes para compensar la pérdida de poder adquisitivo a consecuencia de la alta inflación, al no encontrar en el mercado activos financieros con una rentabilidad suficiente para respaldar este tipo de productos. Sin embargo, el crecimiento económico previsto continuará siendo favorable para el desarrollo del negocio de Vida riesgo.



### 2.1.11 Turquía

En el caso de la economía turca, se han rebajado las expectativas de crecimiento real del PIB para 2022 al 2,0%, frente al 11,0% de 2021 (1,8% en 2020). Esto supone una fuerte desaceleración frente al comportamiento excepcional de su economía en el año previo, en un entorno de alta inflación y que se ha venido a agravar por la guerra en Ucrania y las sanciones impuestas a Rusia por la invasión. La inflación continúa aumentando, erosionando la renta disponible de los hogares y los márgenes empresariales, lo que afecta de forma negativa al negocio y a la rentabilidad del sector asegurador. En la última reunión el banco central turco decidió continuar con su política de no aumentar los tipos de interés, profundizando en una situación de tipos de interés reales negativos y con fuertes depreciaciones de los tipos de cambio, que vienen a alimentar la inflación por el encarecimiento de las importaciones. Todos estos factores afectan de forma negativa en el negocio y en la rentabilidad del sector asegurador, en virtud del encarecimiento de los costes de siniestralidad y operativos a consecuencia de la inflación que no puede ser compensada con el margen financiero, poniendo presión sobre los precios de los seguros.

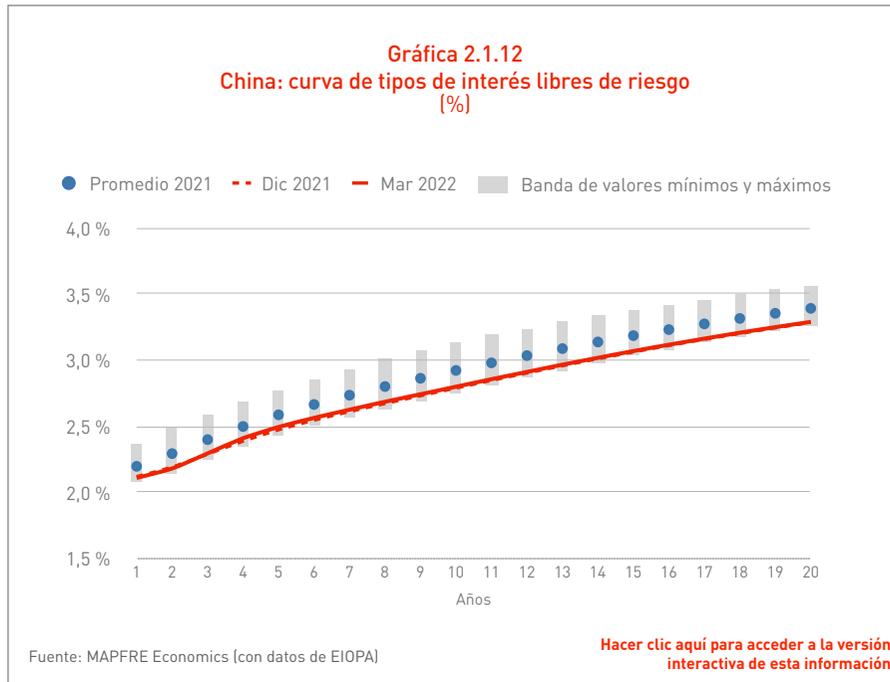
Como antes se indicó, el banco central turco mantuvo el tipo de interés oficial en su reunión del mes de abril en el 14% a pesar del repunte de la inflación (que alcanzó el 61,1% en el mes de marzo). Sin embargo, en las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11) puede observarse una nueva subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado, con una curva que presenta pendiente positiva en sus tramos corto y medio, para luego invertirse en vencimientos por encima de cuatro años. Esto continúa planteando un escenario de tipos de interés complejo a la hora de comercializar productos de seguros de Vida ahorro, dada la incertidumbre en cuanto al movimiento de los tipos de interés a corto plazo y una prima por plazo que puede ofrecerse en productos con mayor duración, que queda lejos de poder compensar la pérdida de poder adquisitivo que conlleva la alta tasa de inflación, lo que supone que los intereses reales



son ampliamente negativos. No obstante, el panorama es algo más favorable para el negocio de Vida riesgo, por la mayor sensibilidad al riesgo de fallecimiento a consecuencia de la pandemia y de la guerra, en una economía que, si bien se está desacelerando, continúa presentando crecimiento.

### 2.1.12 China

Se han rebajado ligeramente las expectativas de crecimiento económico en 2022 para la economía china (-0,2 puntos porcentuales), anticipando un crecimiento del PIB en torno al 4,8%, frente al 8,1% de 2021 (2,2% en 2020). Se trata de una desaceleración en el ritmo de crecimiento en la que influyen los problemas a los que se enfrenta su mercado inmobiliario y la



gestión de los actuales brotes pandémicos que está llevando a nuevos confinamientos, lo que se une al aumento del precio de la energía a consecuencia de la guerra en Ucrania y las sanciones impuestas a Rusia. En cualquier caso, continúa siendo un crecimiento económico significativo, el cual se encuentra apoyado en la fuerte demanda interna. El crecimiento económico esperado en 2022, a pesar de la desaceleración, continúa siendo un entorno favorable para el sector asegurador, ayudado por el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía y por las políticas de estímulos monetarios y fiscales que está aplicando el gobierno chino.

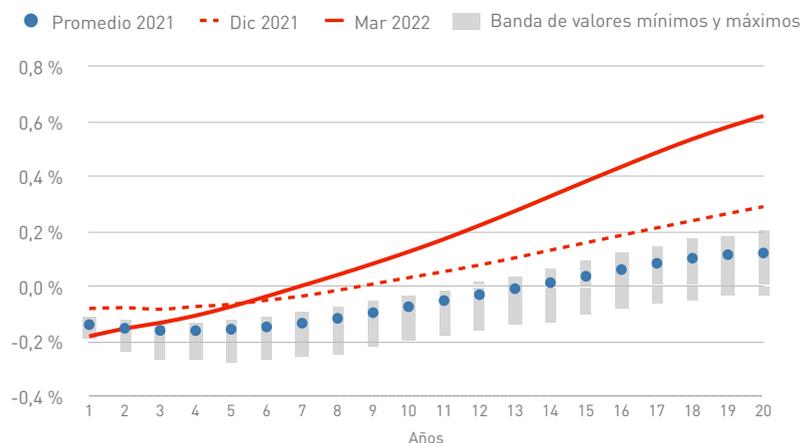
En cuanto al entorno de tipos de interés, el repunte de la inflación en China a consecuencia del encarecimiento de los precios de la energía está siendo moderado, por lo que el banco central ha reafirmado su intención de continuar aplicando una política monetaria acomodaticia. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12) se observa que los tipos de interés libres de riesgo apenas se han movido en una curva que sigue presentando una pendiente positiva. Este entorno de estabilidad en los tipos de interés con una prima por plazo positiva es favorable para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto. Por su parte, la mayor sensibilidad al riesgo de fallecimiento a consecuencia de la pandemia y el crecimiento económico previsto para este año podría ayudar igualmente al desarrollo del negocio de Vida riesgo.

### 2.1.13 Japón

Para el caso de Japón, se han revisado a la baja las estimaciones de crecimiento de la economía en 2022 en 0,8 puntos porcentuales hasta situarse en el 2,4% frente al 1,7% de 2021 (-4,5%, en 2020). A pesar de esta revisión a la baja, esto supone una aceleración en el crecimiento económico de Japón tras un año 2021 peor de lo previsto, como resultado de los problemas en las cadenas de suministro y los altos precios de la energía que seguirán afectando de forma negativa a consecuencia del conflicto en Ucrania, de manera que no se alcanzará en este año el nivel de PIB anterior al inicio de la pandemia. El consumo privado será el principal motor de la aceleración en el crecimiento económico y, en menor medida, la inversión, lo que continúa dibujando un entorno favorable para el desarrollo del sector asegurador en ese país.

Por su parte, el Banco de Japón ha decidido no alterar su política monetaria ultra acomodaticia en un entorno en el que la inflación ha repuntado ligeramente, pero por debajo de su objetivo del 2%. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13) se observa que la curva de tipos de interés libres de riesgo ha ganado pendiente, presentando valores

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

negativos para vencimientos hasta seis años (frente a ocho años del trimestre previo). Este incremento en la pendiente positiva permite ofrecer una prima por plazo mayor, lo cual favorece la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. Si bien los niveles de los tipos de interés continúan bajos, el repunte de los tipos a medio y largo plazos (notablemente superiores a los que venían siendo habituales) comienza a ser un buen estímulo para el desarrollo de las referidas líneas de negocio. Por otro lado, los tipos de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (que las entidades aseguradoras de Vida niponas vienen utilizando como inversión alternativa para incrementar la rentabilidad de sus carteras) siguen repuntando, por lo que están recuperando el atractivo de estas inversiones para apalancar su rentabilidad.

## 2.1.14 Filipinas

En Filipinas, se han revisado al alza las expectativas económicas para 2022, las cuales anticipan una aceleración en el crecimiento del PIB hasta el 6,8% frente al 5,6% de 2021 [-9,6% de 2020], superando en este año el nivel previo a la crisis provocada por la pandemia (que golpeó con fuerza en este país). La perspectiva de un robusto crecimiento económico, apoyado principalmente en el consumo privado y también en la inversión, favorecerá el desarrollo del negocio asegurador, con la ayuda del bajo nivel de penetración de los seguros en esa economía. No obstante, el repunte de la inflación y la depreciación de la moneda que se está experimentando puede afectar de forma negativa a la rentabilidad de las entidades aseguradoras en el corto plazo, al encarecer el coste de las reclamaciones, poniendo presión en el precio de los seguros.

En relación con los seguros de Vida, el Banco Central de Filipinas sigue manteniendo el tipo de interés de referencia de la política monetaria en el 2% a pesar del repunte de la inflación (4% en el mes de marzo). La rentabilidad del bono soberano a diez años se situaba ligeramente por encima del 6% a 31 de marzo, con lo que la curva de tipos de interés sigue ganando pendiente positiva, con una mayor prima por plazo, lo cual favorece la comercialización de los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder garantizar tipos a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto.

## 2.1.15 Reaseguro

Se estiman en 280.000 millones de dólares las pérdidas económicas globales por catástrofes naturales y de origen humano en 2021, frente a los 217.000 millones de dólares de 2020<sup>5</sup>. Cabe señalar que, de estas pérdidas, 270.000 millones de dólares fueron atribuibles a catástrofes naturales. Además del devastador terremoto de Haití, se produjeron más de 50 inundaciones graves en todo el mundo, así como ciclones tropicales, episodios de frío y calor extremos y tormentas convectivas severas. El

total de pérdidas aseguradas fue de 119.000 millones de dólares, el cuarto importe más alto para un solo año en los registros disponibles, de las cuales las catástrofes naturales causaron 111.000 millones de dólares, también la cuarta cifra anual más alta registrada. El principal siniestro de 2021 fue el huracán Ida en Estados Unidos, que en el mes de agosto azotó el sur del país con vientos de categoría 4 antes de seguir hacia el noreste, donde desató intensas lluvias que provocaron fuertes inundaciones en la ciudad de Nueva York y sus alrededores. Swiss Re ha estimado las pérdidas totales aseguradas por Ida en 30.000-32.000 millones de dólares.

El aumento de los daños asegurados ha mantenido una tendencia a largo plazo (basada en medias móviles de 10 años) de crecimiento anual del 5-7%, donde los eventos recurrentes de riesgos secundarios, como las tormentas convectivas severas, las inundaciones y los incendios forestales, han adquirido cada vez mayor importancia. En 2021, los riesgos secundarios representaron el 73% de todas las pérdidas aseguradas por catástrofes naturales, confirmando su creciente contribución en las pérdidas económicas y aseguradas a nivel mundial. En este sentido, los principales sucesos fueron la tormenta invernal Uri en Estados Unidos (15.000 millones de dólares en pérdidas aseguradas) y las devastadoras inundaciones en el centro-oeste de Europa en julio, que dieron lugar a pérdidas aseguradas récord de unos 13.000 millones de dólares. No obstante, existe una gran brecha de protección contra las inundaciones en todo el mundo. En los últimos 20 años, los seguros solo han cubierto el 7% de las pérdidas económicas totales por inundaciones en los mercados emergentes, y el 31% en las economías avanzadas.

Para 2022 es de esperar que las catástrofes naturales (volátiles en frecuencia y severidad por definición), independientemente de su comportamiento en el año, seguirán alimentando a medio plazo la tendencia creciente en el coste que asumen el seguro y el reaseguro por las mismas. La industria aseguradora debe avanzar en el mayor conocimiento de estos eventos, para ser capaz de tarificarlos

correctamente y así contribuir a su aseguramiento de manera sostenible en beneficio de la sociedad que los padece.

## 2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

### Informe sobre riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero en la Unión Europea

El 13 de abril pasado, el *Joint Committee* o Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión (EBA, ESMA e EIOPA) publicó su informe sobre riesgos y vulnerabilidades del sistema financiero en la Unión Europea, correspondiente al mes de marzo de 2022<sup>6</sup>. El informe pone de relieve que la invasión de Ucrania por parte de Rusia ha afectado las perspectivas de crecimiento e inflación y han aumentado la volatilidad de los mercados.

La economía de la Unión Europea iba camino de recuperarse con fuerza de la crisis provocada por la pandemia de Covid-19 y el sector financiero demostró en gran medida su capacidad de resistencia. Sin embargo, la recuperación parece haberse visto obstaculizada por nuevas oleadas y variantes del virus, la preocupación por el riesgo de inflación, la subida de los precios de las materias primas y el aumento de los riesgos geopolíticos. Con el tiempo se han acumulado vulnerabilidades y riesgos adicionales para el sistema financiero. Los mercados financieros siguen siendo vulnerables a los cambios en el sentimiento del mercado, especialmente si las condiciones financieras se endurecen inesperadamente debido a las presiones inflacionistas. En el sector inmobiliario, el aumento persistente de los precios y el mayor endeudamiento de los hogares han incrementado los riesgos. Al mismo tiempo, el sector financiero está cada vez más expuesto a los riesgos medioambientales y a los derivados de la digitalización.

A la luz de estos riesgos e incertidumbres, el Comité aconseja a las autoridades nacionales competentes, instituciones financieras y demás participantes en los mercados financieros adoptar las siguientes medidas:

- 1) Las instituciones financieras deben estar preparadas para los potenciales efectos negativos adicionales derivados de las tensiones geopolíticas y garantizar el cumplimiento de las sanciones impuestas tanto a nivel de la Unión Europea como a nivel global.
- 2) Las instituciones financieras y los supervisores deben estar preparados para un posible deterioro de la calidad de los activos en el sector financiero.
- 3) Debe vigilarse de cerca el impacto de incrementos adicionales en los rendimientos y reversiones repentinas en las primas de riesgo en las instituciones financieras y en los inversores.
- 4) Los inversores minoristas son de especial preocupación y los supervisores deben vigilar los riesgos que les afectan en vista de que su participación en los mercados financieros se ha incrementado sustancialmente en los últimos años.
- 5) Las instituciones financieras deben incorporar consideraciones medioambientales, sociales y de buen gobierno adicionales en sus estrategias de negocio y estructuras de gobierno. En este sentido, el 24 de marzo de 2022 los tres supervisores actualizaron su declaración conjunta recomendando que las autoridades nacionales y los participantes en el mercado utilicen el período provisional hasta el 1 de enero de 2023 para preparar la aplicación del nuevo Reglamento Delegado de la Comisión Europea sobre suministro de información y taxonomía relativas a la sostenibilidad<sup>7</sup>.
- 6) Las instituciones financieras deben fortalecer su ciber resiliencia y estar preparadas para un aumento potencial en los ciber ataques, teniendo en cuenta el alto nivel y frecuencia de los incidentes cibernéticos.

## Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

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

Fuente: MAPFRE Economics

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; <sup>2</sup>Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; <sup>3</sup>Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)  
Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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

**Tabla A-2**  
**Escenarios Base y Estresado: inflación**  
 (final del período, %)

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	1,9	2,3	1,4	7,0	6,9	3,0	1,9	2,3	1,4	7,0	7,3	3,8
Eurozona	1,9	1,0	-0,3	4,6	5,5	3,0	1,9	1,0	-0,3	4,6	6,0	3,5
Alemania	1,6	1,5	-0,3	5,3	5,5	2,6	1,6	1,5	-0,3	5,3	7,5	3,0
Francia	2,1	1,3	0,5	2,0	1,6	1,7	2,1	1,3	0,5	2,0	2,1	2,8
Italia	1,1	0,5	-0,2	3,9	6,0	2,0	1,1	0,5	-0,2	3,9	8,4	3,0
España	1,2	0,8	-0,5	6,6	5,5	2,1	1,2	0,8	-0,5	6,6	7,0	2,6
Reino Unido	2,0	1,3	0,8	4,8	6,8	3,3	2,0	1,3	0,8	4,8	9,5	4,5
Japón	0,9	0,5	-0,9	0,5	2,0	0,9	0,9	0,5	-0,9	0,5	3,0	1,1
Mercados emergentes	4,9	5,1	5,1	5,5	4,9	4,3	4,9	5,1	5,1	5,5	5,3	4,4
América Latina <sup>1</sup>	6,6	7,7	6,4	9,3	7,8	6,0	6,6	7,7	6,4	9,3	9,0	7,0
México	4,8	2,8	3,2	7,4	6,5	4,4	4,8	2,8	3,2	7,4	6,8	5,0
Brasil	3,7	4,3	4,5	10,1	7,6	4,5	3,7	4,3	4,5	10,1	8,2	4,9
Argentina	47,4	52,2	36,4	51,4	52,2	37,9	47,4	52,2	36,4	51,4	54,4	39,5
Emergentes europeos <sup>2</sup>	6,4	6,6	5,4	8,4	7,1	6,2	6,4	6,6	5,4	8,4	7,5	6,6
Turquía	20,3	11,8	14,6	36,1	52,9	16,2	20,3	11,8	14,6	36,1	59,7	17,4
Asia Pacífico <sup>3</sup>	2,7	3,3	3,1	2,3	2,7	2,7	2,7	3,3	3,1	2,3	3,0	3,0
China	2,2	4,3	0,1	1,8	3,0	2,4	2,2	4,3	0,1	1,8	3,8	3,7
Indonesia	3,3	2,7	1,6	1,8	4,6	3,0	3,3	2,7	1,6	1,8	6,3	3,9
Filipinas	6,1	1,4	2,9	3,6	5,9	2,6	6,1	1,4	2,9	3,6	7,5	3,2
Mundo	3,6	3,8	2,8	6,4	6,8	4,1	3,6	3,8	2,8	6,4	7,8	4,3

Fuente: MAPFRE Economics

<sup>1</sup>Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú; <sup>2</sup>Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; <sup>3</sup>Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)  
 Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,69	1,92	0,93	1,52	3,00	3,32
Eurozona	1,17	0,32	-0,19	0,32	1,20	1,85

Escenario Estresado (EE)					
2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
2,69	1,92	0,93	1,52	3,50	4,00
1,17	0,32	-0,19	0,32	1,90	3,00

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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

**Tabla A-4**  
**Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio**  
 (final del período, %)

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
USD-EUR	0,87	0,89	0,81	0,88	0,88	0,86
EUR-USD	1,15	1,12	1,23	1,13	1,13	1,16
GBP-USD	1,28	1,32	1,36	1,35	1,35	1,39
USD-JPY	110,83	109,12	103,54	115,00	113,96	109,91
USD-CNY	6,88	6,99	6,52	6,35	6,42	6,38

Escenario Estresado (EE)					
2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
0,87	0,89	0,81	0,88	0,90	0,89
1,15	1,12	1,23	1,13	1,11	1,12
1,28	1,32	1,36	1,35	1,34	1,39
110,83	109,12	103,54	115,00	115,05	110,59
6,88	6,99	6,52	6,35	6,43	6,41

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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

**Tabla A-5**  
**Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia**  
 (final del período, %)

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,50	1,75	0,25	0,25	2,50	2,50
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
China	3,30	3,25	2,95	3,00	2,75	3,00

Escenario Estresado (EE)					
2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
2,50	1,75	0,25	0,25	2,75	3,00
0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,00
3,30	3,25	2,95	3,00	2,62	3,08

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 28 abril 2022.

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



# Índice de gráficas, tablas y recuadros

## Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Mercados desarrollados: comportamiento de los PMIs .....	13
Gráfica 1.1.1-b	Mercados emergentes: comportamiento de los PMIs .....	14
Gráfica 1.1.1-c	Global: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción .....	14
Gráfica 1.1.1-d	Desarrollados y emergentes: contagios diarios Covid-19 vs índice de restricción .....	14
Gráfica 1.1.1-e	China: comportamiento de los PMIs .....	16
Gráfica 1.1.1-f	Global: comercio global (índice de coste medio del transporte) .....	16
Gráfica 1.1.1-g	Global: evolución de tiempos de entrega y pedidos atrasados .....	16
Gráfica 1.1.1-h	Global: índice de precios de alimentos .....	19
Gráfica 1.1.1-i	Global: evolución de los precios del gas .....	19
Gráfica 1.1.1-j	Global: inventarios de crudo comparados con históricos .....	19
Gráfica 1.1.1-k	Mercados emergentes: flujos de inversión de cartera .....	19
Gráfica 1.1.1-l	Global: evolución de la volatilidad .....	20
Gráfica 1.1.1-m	Europa y Rusia: variación de índices bursátiles y tipo de cambio .....	20
Gráfica 1.1.1-n	Estados Unidos y Eurozona: evolución de agregados monetarios (M2) .....	20
Gráfica 1.1.1-o	Mercados desarrollados y emergentes: tipos de interés oficiales .....	20
Gráfica 1.1.1-p	Global: confianza del consumidor .....	21
Gráfica 1.1.1-q	Escenario base: PIB e inflación .....	28
Gráfica 1.1.1-r	Escenario estresado: PIB real en economías seleccionadas .....	33
Gráfica 1.1.1-s	Escenario de shock: precio del petróleo (Brent spot) .....	34
Gráfica 1.1.1-t	Escenario de shock: PIB (a/a) .....	34
Gráfica 1.1.2	Balance de riesgos de corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales .....	35
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB .....	40

Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	40
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	42
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	42
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	44
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	44
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	46
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	46
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	48
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	48
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	51
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	51
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	53
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	53
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	55
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	55
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	57
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	57
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	59
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	59
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	61
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	61
Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	64
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	64
Gráfica 1.2.12-c	China: contagios diarios Covid-19 e índice de restricción . . . . .	65
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	66
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	66
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	68
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	68
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	77
Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	80
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	81
Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	82

Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	83
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	84
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	85
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	86

## Tablas

Tabla 1.1.1	Economía global: previsiones de crecimiento e inflación bajo diversos escenarios de análisis . . . . .	32
Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos . . . . .	40
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos . . . . .	42
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos . . . . .	44
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos . . . . .	46
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	48
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos . . . . .	51
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos . . . . .	53
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos . . . . .	55
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos . . . . .	57
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos . . . . .	59
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos . . . . .	61
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos . . . . .	64
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	66
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos . . . . .	68
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto . . . . .	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

## Recuadros

Recuadro 1.1.1-a	El conflicto en Ucrania: contexto geopolítico y visión de largo plazo . . . . .	17
Recuadro 1.1.1-b	Actualización de política monetaria: Banco Central Europeo . . . . .	22
Recuadro 1.1.1-c	Actualización de política monetaria: Reserva Federal . . . . .	26
Recuadro 1.1.1-d	Estados Unidos y la Eurozona: asimetrías de política económica ante el nuevo contexto global . . . . .	29
Recuadro 2.1.1	Actualización de previsiones de crecimiento de primas No Vida: una valoración del efecto de la crisis en Ucrania . . . . .	72

## Referencias

1/ Véase: MAPFRE Economics (2022), *Panorama económico y sectorial 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.

2/ Medidas a partir del índice de restricciones de la Universidad de Oxford. Véase: Covid-19 Government Response Tracker, en <https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/covid-19-government-response-tracker>

3/ IHME (2022). IHME COVID-19 *Model Insights Blog*. <https://www.healthdata.org/covid/video/insights-ihmes-latest-covid-19-model-run>

4/ La Gráfica 2.1.2 muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2021, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) correspondientes a los meses de diciembre de 2021 y marzo de 2022. En este caso, así como en el del resto de mercados aseguradores analizados, dichas curvas pueden visualizarse para otros meses y divisas en el gráfico interactivo. Véase: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>

5/ Véase: Swiss Re. "Natural catastrophes in 2021: the floodgates are open". *Sigma*, nº 1/2022.

6/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/media/news/esas-see-recovery-stalling-amid-existing-and-new-risks\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/media/news/esas-see-recovery-stalling-amid-existing-and-new-risks_en)

7/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/js/jc\\_2022\\_12\\_-\\_updated\\_supervisory\\_statement\\_on\\_the\\_application\\_of\\_the\\_sfdr.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/js/jc_2022_12_-_updated_supervisory_statement_on_the_application_of_the_sfdr.pdf)

# CENTRO DE DOCUMENTACIÓN

Todas nuestras publicaciones a tu alcance

Acceso gratuito a nuestro fondo documental especializado en:

- Seguros
- Gerencia de riesgos
- Prevención



Fundación **MAPFRE**

**Centro de Documentación**

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





## Otros informes de MAPFRE Economics

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

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

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

MAPFRE Economics (2021), *El mercado asegurador latinoamericano en 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2021), *El mercado español de seguros en 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

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

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

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

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

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



## **AVISO**

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

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

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

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



Fundación  
**MAPFRE**

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid

# Fundación **MAPFRE**

---

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid