



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2023:
PERSPECTIVAS HACIA
EL SEGUNDO TRIMESTRE

MAPFRE Σconomics

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

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

MAPFRE Economics - mapfre.economics@mapfre.com

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

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

© De esta edición:

2023, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Abril, 2023.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com.mx

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jroja1@mapfre.com

Mariano Borda Reyna

Sofía Gil Sánchez

Fernando Rodríguez Sanz

Pablo Carmona Priego

Rodrigo Clemente Ribeiro Da Silva

Contenido

Resumen ejecutivo	9
1. Panorama económico	
1.1 El panorama económico global	13
1.1.1 Optimismo moderado con avisos de inestabilidad financiera	13
1.1.2 Perspectiva y dinámicas regionales	31
1.1.3 Escenarios y previsiones	36
1.1.4 Balance de riesgos	38
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	42
1.2.1 Estados Unidos	42
1.2.2 Eurozona	45
1.2.3 España	47
1.2.4 Alemania	50
1.2.5 Italia	52
1.2.6 Reino Unido	54
1.2.7 Japón	56
1.2.8 Turquía	58
1.2.9 México	60
1.2.10 Brasil	62
1.2.11 Argentina	64
1.2.12 China	66
1.2.13 Indonesia	68
1.2.14 Filipinas	71

2. Panorama sectorial	
2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora	73
2.1.1 Mercados globales	73
2.1.2 Eurozona	74
2.1.3 Alemania	75
2.1.4 Italia	76
2.1.5 España	76
2.1.6 Reino Unido	77
2.1.7 Estados Unidos	78
2.1.8 Brasil	79
2.1.9 México	80
2.1.10 Argentina	81
2.1.11 Turquía	81
2.1.12 China	82
2.1.13 Japón	83
2.1.14 Filipinas	83
2.1.15 Reaseguro	84
2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión ...	84
Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas	85
Índice de gráficas, tablas y cuadros	89
Referencias	93

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2023: perspectivas hacia el segundo trimestre

Panorama económico

En un contexto en el que se observa que el mundo ha perdido capacidad de crecimiento a largo plazo, se aprecia, sin embargo, que a inicios de 2023 la economía mundial ha mejorado sus perspectivas para el 2023 y 2024 con respecto a lo que se anticipaba en nuestro informe del trimestre anterior, a partir de un mejor desempeño y la mayor contribución de todas las regiones económicas del mundo. Así, se ha suavizado el riesgo de recesión que emanaba de buena parte de las economías desarrolladas (principalmente la Eurozona), apuntalando las bases para un crecimiento que, en líneas generales, se espera más benigno gracias a la aceleración de la actividad a corto plazo.

A pesar de ello, este moderado optimismo continúa siendo insuficiente para desestimar los riesgos de un “*aterrizaje fuerte*” contemplados a lo largo de 2022, a los que se suman los recientes signos de inestabilidad financiera provenientes del sector bancario en ambos lados del Atlántico. Con ello, el momento cíclico se prevé que continúe transitando en la fase *estanflacionaria*, con un ritmo de actividad frágil y por debajo del potencial, de la mano de una política monetaria visiblemente más punitiva por el lado

de la demanda, al tiempo que se espera una inflación prolongadamente superior a los objetivos marcados por los principales bancos centrales, aunque bajo una dinámica descendente que podría evidenciar cierta volatilidad por la comparativa con el año anterior en algunos componentes como la energía o los alimentos.

Por el lado de los *catalizadores positivos de oferta*, las cadenas de suministro han proseguido la senda de normalización, apoyadas por la moderación en los precios de las materias primas (principalmente las energéticas), el dinamismo del sector servicios (que continúa contribuyendo a retomar los patrones de consumo previos a la pandemia) y la reapertura de China, cuya fase de reactivación continúa apoyando una recuperación más amplia dada su elevada presencia en los engranajes de producción globales. En contrapartida, las tensiones geopolíticas han continuado friccionando una completa fluidez del comercio global, cristalizando la corriente proteccionista y la *fragmentación multipolar*, principalmente en torno a sectores estratégicos, como los semi-conductores, ciertos insumos básicos escasos con alta concentración y dependencia, así como el petróleo. Y por el lado de los *factores de demanda*, el optimismo obedece principalmente al comportamiento del empleo, cuyo dinamismo continúa sorprendiendo al alza. La situación del mercado laboral observada en el límite (en el contexto de paro friccional) revela que existe movilidad profesional entre vacantes (probablemente para captar mejoras de renta salarial), y que, en etapas de inflación elevada como la actual, esta sí responde a cambios en la actividad (como

recoge la curva de Phillips), algo que no ocurría en períodos en los que la inflación era muy baja.

En contraparte, este mayor dinamismo en términos de actividad ha venido desembocando en un proceso inflacionista más pausado, con la lectura amplia que refleja el efecto positivo de la oxigenación de la oferta, pero con la lectura subyacente todavía recogiendo los efectos de la evolución positiva de la demanda y su impulso rezagado desde la rotación hacia el sector servicios. Así, se confirma que el punto máximo de la inflación parece haber pasado, tanto en las principales economías emergentes como en las economías desarrolladas, pero su reducción hasta los niveles objetivo de los bancos centrales se anticipa con un retraso respecto a lo anticipado anteriormente.

A este entorno, se han sumado recientemente las turbulencias en el sector financiero en los Estados Unidos y en Europa. Si bien el *shock* inicial tuvo un impacto considerable, con caídas en las valoraciones de todos los activos de riesgo, el flujo de noticias se ha venido estabilizando, de la mano de la acción de los reguladores financieros. Esta crisis de confianza, sumada a las presiones sobre los depósitos en competencia con alternativas en productos monetarios y de renta fija de alta calidad a corto plazo, aumenta las perspectivas de endurecimiento adicional en las condiciones crediticias, ya *per se* tensionadas por el momento cíclico de la política monetaria, ante la extensión de una visión más cautelosa sobre la asunción de riesgos. En consecuencia, es previsible una desaceleración (o incluso una contracción) del crédito, con efectos aún por determinar en el sector real y financiero, aunque, en todo caso, requerirán mayor esfuerzo en la gestión de la liquidez en un contexto de fragilidad.

Por lo que respecta a la política monetaria, los principales bancos centrales han continuado avanzando en el proceso de restricción y posterior normalización, tanto por el lado del balance como a través de los tipos de interés. Hasta este momento, ese esfuerzo ha llevado los tipos de interés hacia el territorio restrictivo a un ritmo históricamente

elevado. Sin embargo, se espera que los próximos avances sean más bien marginales, posibilitando una eventual aceleración de la actividad y que las preocupaciones por la estabilidad de precios tornen hacia un enfoque por la estabilidad financiera.

Por último, el panorama geopolítico continúa lejos de desahogar el mapa de riesgos actual. Varios elementos se conjugan para perfilar este entorno: la guerra de Ucrania acumulando tensiones; el deterioro de las relaciones multilaterales; la acción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo impulsando precios del petróleo más altos; la emergente búsqueda de alternativas al dólar tratando de destronar su papel como reserva mundial, y el efecto de otros acuerdos bilaterales y multilaterales como el de los BRIICSS (que incluye a India y Arabia Saudita), la Alianza RIC (Rusia, Irán, China) y el acuerdo de yuanes entre China y Arabia Saudita.

De esta forma, desde el punto de vista de las previsiones, en el *escenario base* considerado en este informe se observa un escenario de actividad global al alza (2,8% y 3,0% en 2023 y 2024), mientras que, en materia de precios, la revisión prevé una inflación media para 2023 y 2024 del 7,0% y 4,9%, respectivamente. Por su parte, en el *escenario estresado* (de naturaleza alternativa y más pesimista) se prevé un crecimiento económico global que se situaría en el 2,0% y 2,3% en 2023 y 2024, y una inflación promedio en el entorno del 7,4% y 5,4% para cada uno de esos años.

Panorama sectorial

La revisión de las estimaciones de crecimiento económico para 2023 apuntan a una desaceleración global menos acusada de lo inicialmente previsto, lo que dibuja un panorama más benigno para la actividad aseguradora en este año. Los datos de inflación comienzan a dar algunas señales de mejoría, aunque continúan en niveles altos, especialmente la inflación subyacente, por lo que la rentabilidad de las entidades

aseguradoras seguirá sometida a cierta presión por el encarecimiento del coste de las reclamaciones y demás gastos operativos.

Los últimos datos publicados y las previsiones indican que la inflación sigue moderándose, aunque con cierta falta de sincronía entre los distintos países, a medida que va haciendo efecto el endurecimiento de las políticas monetarias restrictivas implementadas por los bancos centrales de forma prácticamente generalizada en todo el mundo, tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes (con algunas excepciones importantes como son los casos de Japón y China). De esta forma, se van trasladando a la economía real los efectos de las subidas de tipos de interés y la contracción del crédito bajo la forma de menores crecimientos económicos, los cuales pueden hacerse más patentes en los próximos meses de este año en un aterrizaje que, sin embargo, se estima será relativamente suave. Esta dinámica podrá trasladarse a la actividad aseguradora, bajo la forma de moderaciones en los crecimientos de su volumen de negocio.

El sector del automóvil está dando claros síntomas de mejoría a partir de la normalización de los problemas de las cadenas de suministros, por lo que el panorama para el negocio y rentabilidad de los seguros de autos (que se está beneficiando de una cierta demanda embalsada) ha mejorado, si bien el endurecimiento de las condiciones para la financiación de la adquisición de nuevos vehículos puede pesar negativamente en los próximos meses. Por otro lado, el entorno de altos tipos de interés derivados de las políticas monetarias restrictivas seguirá siendo un estímulo adicional para el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro, aunque la inversión de las curvas de tipos de interés que presentan muchos mercados viene a complicar la gestión de los productos con garantías de tipos de interés a más largo plazo.

Por último, es de destacar que los mercados financieros han tenido un buen comienzo de año, a pesar de las turbulencias causadas por los problemas en el sector bancario en los Estados Unidos y en Europa, lo que

ha elevado la incertidumbre y ha generado cierta fragilidad en la confianza de los inversores, aunque la decidida intervención y los mensajes de los bancos centrales han ayudado a tranquilizar a los mercados. A pesar de ello, subsiste cierta cautela sobre la posibilidad de que las subidas aceleradas de tipos de interés que se están implementando puedan provocar algún accidente financiero adicional. Tras esta situación, se estima que los bancos centrales están alcanzando el techo en las subidas de tipos de interés, pudiendo verse alguna subida adicional en aquellos que comenzaron más tarde el proceso de endurecimiento monetario, con niveles de inflación que todavía se encuentran lejos de sus objetivos, por lo que es previsible que mantengan una política monetaria restrictiva hasta que existan síntomas claros de que la inflación está controlada. Este entorno de tipos de interés, junto con el mejor comportamiento de los índices de renta variable (tras las caídas vividas en el año previo), puede ayudar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales pueden aprovechar igualmente la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija en la combinación de productos que se lancen al mercado.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

1.1.1 Optimismo moderado con avisos de inestabilidad financiera

En un contexto en el que claramente el mundo ha perdido capacidad de crecimiento a largo plazo¹, se aprecia, sin embargo, que en sus primeros compases de 2023 la economía mundial ha mejorado las perspectivas para el 2023 y 2024 con respecto a lo que se anticipaba en nuestro *Panorama económico y sectorial 2023*², gracias al mejor desempeño y la mayor contribución de todas las regiones económicas del mundo³. De esta forma, se ha suavizado el riesgo de recesión que emanaba de buena parte de las economías desarrolladas (principalmente la Eurozona), apuntalando las bases para un crecimiento que, en líneas generales, se espera más benigno gracias a la aceleración de la actividad a corto plazo. A pesar de ello, y dado el contexto de incertidumbre elevada, este moderado optimismo continúa siendo insuficiente para desestimar los riesgos de un “*aterrizaje fuerte*” contemplados a lo largo de 2022, a los que se suman los recientes signos de inestabilidad financiera provenientes del sector bancario en ambos lados del Atlántico. Con ello, el momento cíclico se prevé que continúe transitando en la fase *estanflacionaria*, con un ritmo de actividad frágil y por debajo del potencial, de la mano de una política monetaria visiblemente más punitiva por el lado de la demanda, al tiempo que se espera una inflación prolongadamente superior a los objetivos

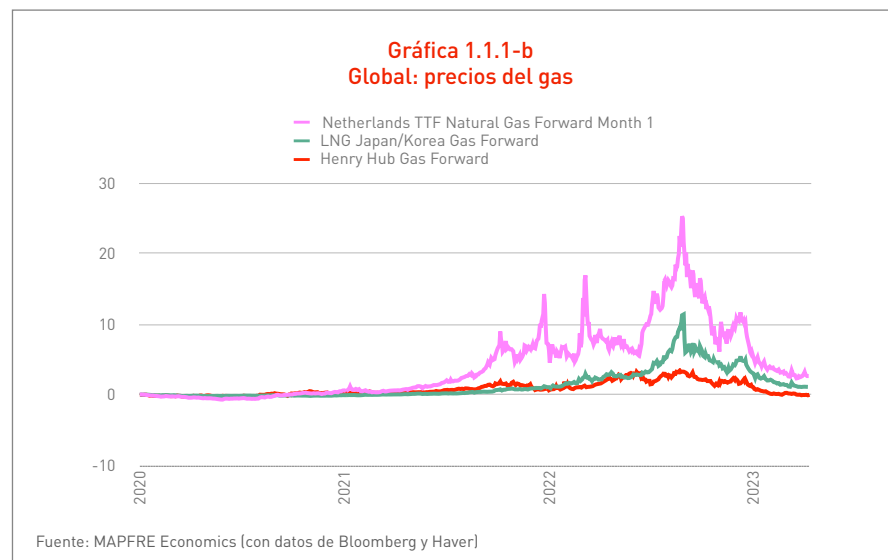
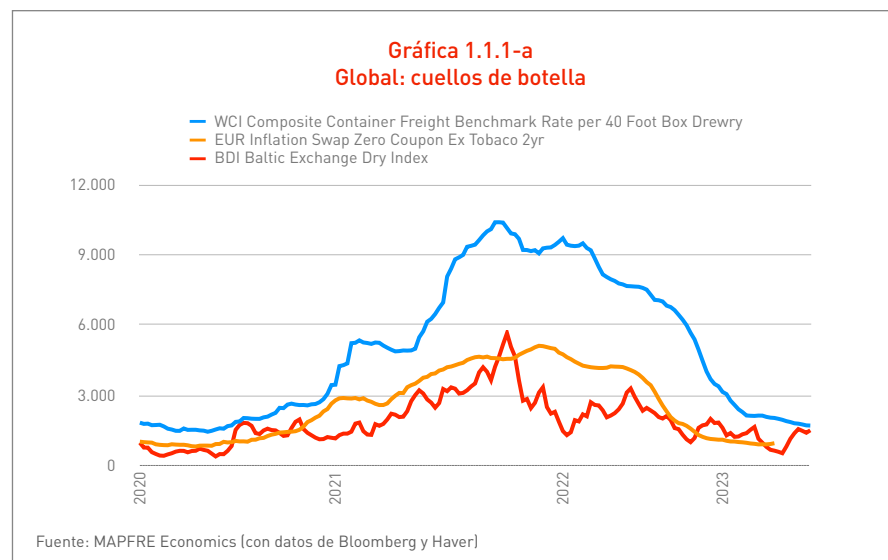
marcados por los principales bancos centrales, aunque bajo una dinámica descendente que podría evidenciar cierta volatilidad por la comparativa con el año anterior en algunos componentes como la energía o los alimentos.

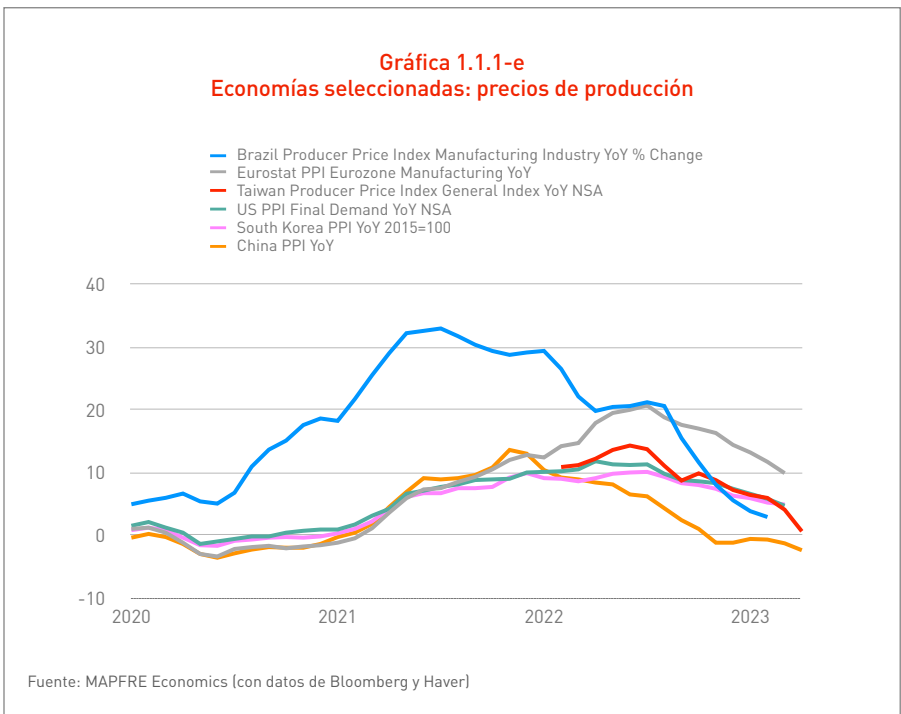
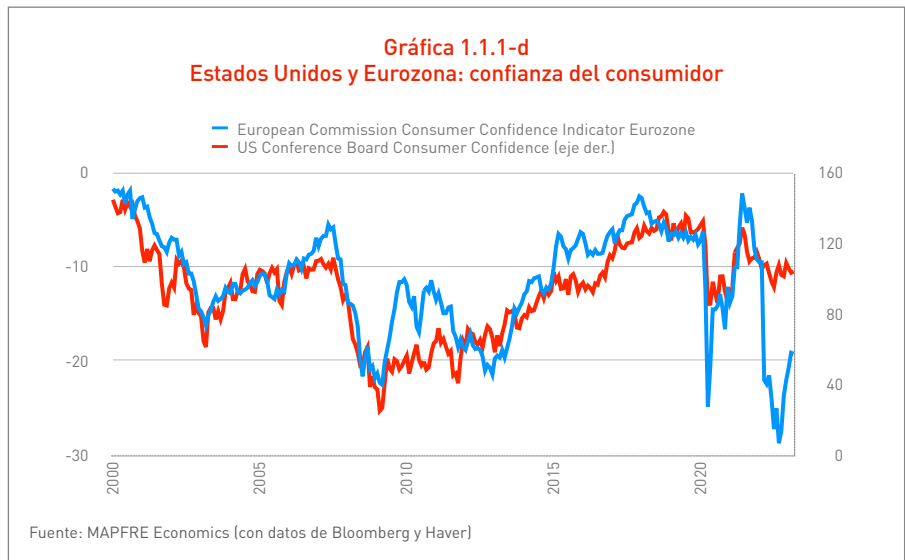
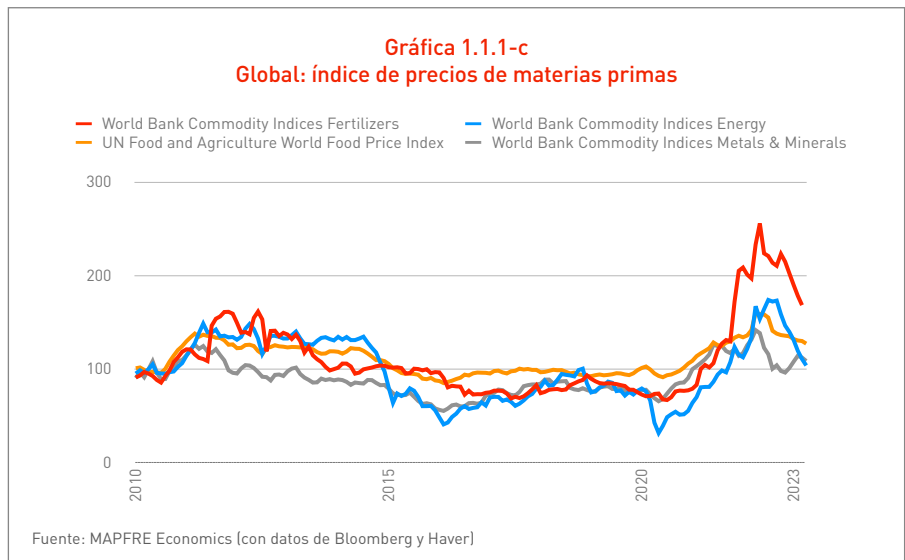
Atendiendo a los *catalizadores positivos de oferta*, las cadenas de suministro han proseguido la senda de normalización, apoyadas por: (i) la moderación en los precios de las materias primas, principalmente las energéticas, (ii) el dinamismo del sector servicios, que continúa contribuyendo a retomar los patrones de consumo previos a la pandemia, y (iii) en mayor medida, a la reapertura de China, cuya fase de reactivación continúa progresando y consolidando los cimientos de una recuperación más amplia dada su elevada presencia en los engranajes de producción globales. En contrapartida, las tensiones geopolíticas han continuado friccionando una completa fluidez del comercio global, cristalizando la corriente proteccionista y la *fragmentación multipolar*, principalmente en torno a sectores estratégicos, como los semiconductores o ciertos insumos básicos escasos con alta concentración y dependencia. A esta dinámica, se suma la última decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEC) por la cual propuso reducir la producción de petróleo en 2.000.000 b/d, lo que planteará *trabas adicionales* en las cadenas de suministro, así como una *tensión añadida* para la estabilidad de precios tanto en Europa, dado el clima bélico y su precaria estabilidad energética, como en los Estados Unidos, cuyas reservas estratégicas de petróleo (SPR) continúan actuando como amortiguador.

En lo que respecta a los *factores de demanda*, el optimismo obedece principalmente al comportamiento del empleo, cuyo dinamismo continúa sorprendiendo al alza, con unas tasas de desempleo por debajo de la NAIRU⁴ (*tasa natural*) y el ratio de vacantes por cubrir en desequilibrio permanente. La situación del mercado laboral observada en el límite (en el contexto de paro friccional) revela dos dinámicas relevantes: (i) que existe movilidad profesional entre vacantes, probablemente para captar mejoras de renta salarial (lo que explica, junto al problema de *skills*, que no se reduzca de forma significativa el número de vacantes)⁵, y (ii) que en etapas de inflación elevada como la actual, esta sí responde a cambios en la actividad (como recoge la curva de Phillips⁶ con pendiente), algo que no ocurría en períodos en los que la inflación era muy baja. Esto es relevante a la hora de anticipar cómo se comportará la política monetaria en el futuro próximo, ahora que el entorno de precios y empleo es antagónicamente diferente a lo que existía hasta el 2020. Por ello, es posible anticipar mayor activismo monetario por la vía de tipos de interés de lo que se ha experimentado durante los últimos veinte años.

Este entorno, sumado a los ahorros generados durante la pandemia aún no consumidos, provoca que tanto la pérdida de poder adquisitivo de los salarios reales como el deprimido nivel de confianza del consumidor (reflejado en las diferentes encuestas) se vean parcialmente compensados por una mayor base de demanda en términos agregados y por el impulso adicional de una inflación salarial rezagada. En este punto, cabe destacar que, si bien *a priori* el entorno es todavía insuficiente como para provocar efectos de segunda ronda amplios, sí contiene la capacidad para transmitirse a los precios por un periodo más prolongado (véanse las Gráficas 1.1.1-a a 1.1.1-f).

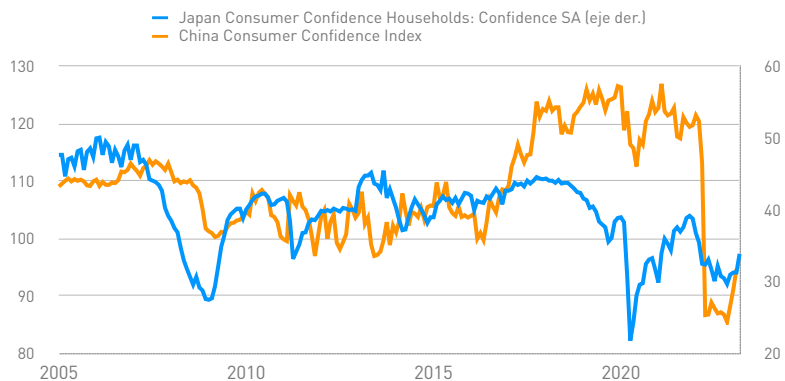
En consecuencia, este mayor dinamismo en términos de actividad (véanse las Gráficas 1.1.1-g y 1.1.1-h) ha venido desembocando en un proceso inflacionista más pausado, con la lectura amplia que refleja el efecto positivo de la oxigenación de la oferta, pero con la lectura subyacente todavía recogiendo los efectos de la evolución positiva de la demanda y su





impulso rezagado desde la rotación hacia el sector servicios. Dada esta conjunción, se confirma que el punto máximo de la inflación parece haber pasado, tanto en las principales economías emergentes como en las economías desarrolladas, pero su reducción hasta los niveles objetivo de los bancos centrales se anticipa con un retraso respecto a lo anticipado anteriormente. De esta forma, si bien el sentido de la corrección inflacionista permanece a la baja, su ritmo seguirá ligado a factores tanto *exógenos* (geopolítica tensionada, escalada del conflicto bélico en Ucrania o el efecto de las políticas de corte proteccionista) como *endógenos* (dependencia energética, flexibilidad del mercado laboral, signo de la política fiscal).

Gráfica 1.1.1-f
Japón y China: confianza del consumidor

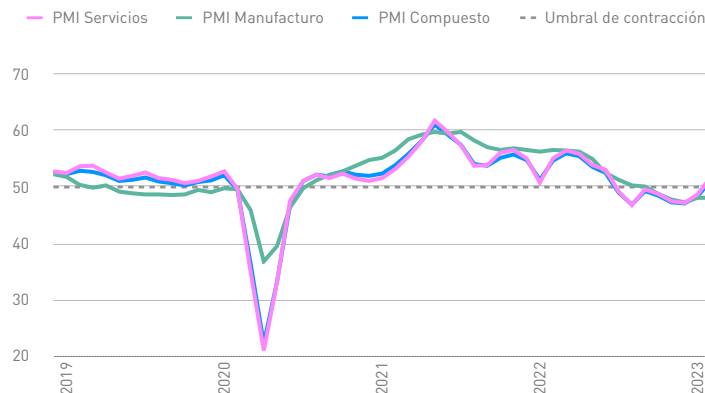


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y Haver)

A esta situación se han sumado recientemente las turbulencias en el sector financiero (véase el Recuadro 1.1.1-a) En los Estados Unidos, se ha tenido el episodio de estrés financiero producido por la retirada de depósitos en una parte del sector bancario (regional y con depósitos dominados por empresas tecnológicas) vinculado a las preocupaciones acerca del *missmatch* de duraciones en el activo en esta parte del sector financiero. En Europa, por su parte, el estrés bancario condujo a la absorción de Credit Suisse por parte de UBS, con el cambio de ley de emergencia que suprimía la prelación de los bonos AT1 (Additional Tier 1), elevando así el coste del capital de manera generalizada en el sector bancario.

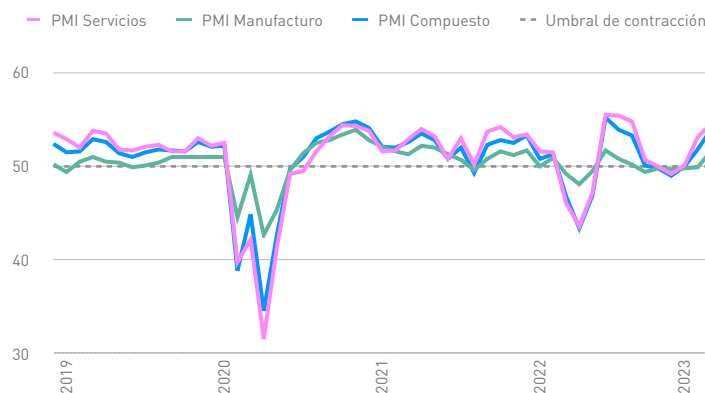
Si bien el *shock* inicial tuvo un impacto considerable, con caídas en las valoraciones de todos los activos de riesgo, el flujo de noticias se ha venido estabilizando, de la mano de los reguladores tanto de la Eurozona y Reino Unido, ofreciendo garantías sobre el mantenimiento de la

Gráfica 1.1.1-g
Mercados desarrollados: PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.1-h
Mercados emergentes: PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Recuadro 1.1.1-a Inestabilidad financiera

Inestabilidad financiera en los Estados Unidos

El pasado 10 de marzo estuvo marcado por una sucesión de problemas de liquidez en varias entidades de crédito estadounidenses, destacadamente el Silicon Valley Bank (SVB) y el Signature Bank. Más aún, las implicaciones de esta situación se trasladaron a una base más amplia, tanto dentro del sector bancario como en los mercados financieros en general. El origen del problema obedece a las fuentes de riesgo tradicionales de los bancos, en la que los activos que respaldan el pasivo resultan insuficientes, o sin la suficiente liquidez, impidiendo la operativa habitual de la intermediación de plazos por problemas de liquidez que pueden derivar en problemas de solvencia.

Si bien la retirada de depósitos a la vista y la incapacidad de transformar (hacer líquidos) los activos disponibles es la dinámica habitual de las denominadas *corridas bancarias* (aunque el término no aplica totalmente a este caso por su naturaleza), en esta ocasión el descuadre de balance resultó agravada por dos factores adicionales. El primero, un pasivo constituido principalmente por depósitos de compañías tecnológicas con unas necesidades amplias de disponibilidad del efectivo (dado flujos de caja propios insuficientes) y, el segundo, un activo compuesto por valores del Tesoro con amplias pérdidas acumuladas en su valuación como consecuencia del fuerte aumento de los tipos de interés a lo largo de 2022. El riesgo, por tanto, se detonó ante la necesidad de liquidar bonos con pérdida para satisfacer las necesidades de liquidez y, en consecuencia, tener que realizar pérdidas en la cartera latentes dada su contabilidad a vencimiento. Así, el reconocimiento de las pérdidas se volvió efectivo, resultando en una situación de insolvencia.

Reconociendo que estas minusvalías no realizadas son un hecho compartido por más bancos dentro del sistema financiero de los Estados Unidos, el canal de confianza de los inversores mostró un deterioro, lo que puso en acción durante ese fin de semana a los reguladores financieros en aquel país. Primero, a través de la secretaria del Tesoro, Janet Yellen, quien instruyó a la Corporación Federal de Seguro de Depósito (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) para la compensación de todos los depositantes, y no solo a los de menos de 250.000 dólares y, después, a través de la Reserva Federal, con la activación de líneas de liquidez adicionales a las repo con el Programa de Préstamos Bancarios a Plazo (Bank Term Funding Program, BTLF). Este programa cuenta con la particularidad de que los activos calificados para acceder a estos préstamos se valoran a la par, en lugar de a precio de mercado y, por tanto, se abre la ventana a la concesión de crédito a los bancos para compensar las pérdidas no realizadas en sus libros por valores contabilizados a vencimiento.

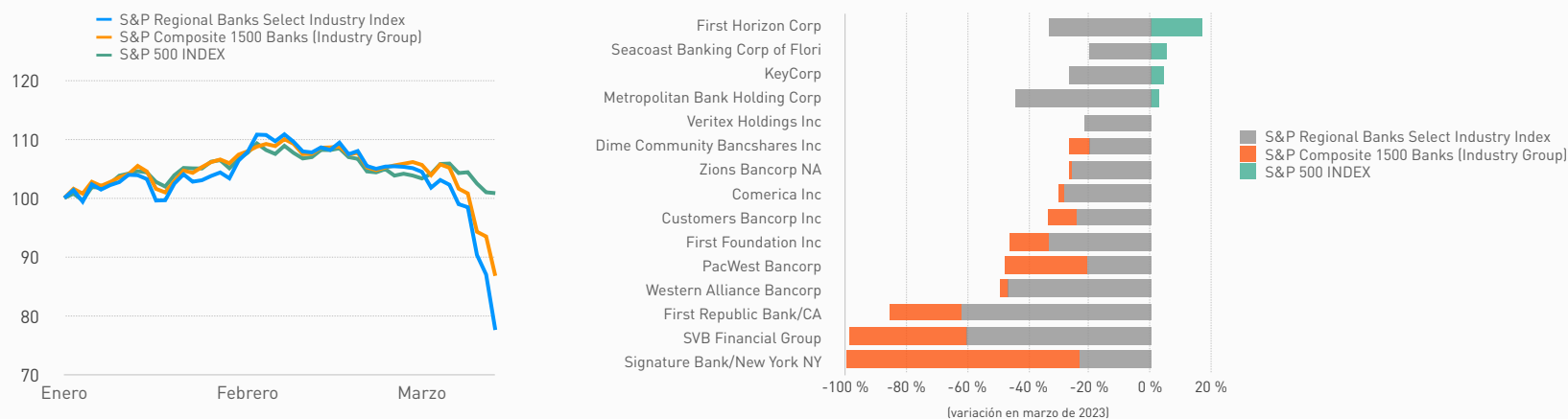
A lo largo del siguiente mes, las entidades financieras regionales se tambalearon ante la ola de pánico latente, en especial el First Republic Bank, que recibió un paquete de rescate de 30.000 millones de dólares proveniente de un acuerdo entre 11 de los principales bancos estadounidenses. Aun así, esto no ha sido suficiente para paliar los problemas de solvencia ni ha evitado la revisión a la baja de su calificación crediticia. Por otra parte, el Signature Bank fue adquirido por Flagstar Bank, y SVB por First Citizens BancShares. Esta última ejerció la operación con el apoyo del FDIC, que acordó establecer una línea de crédito para asegurar la liquidez de la entidad y compartir las pérdidas ante la amenaza de potenciales pérdidas crediticias.

**Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Inestabilidad financiera**

El efecto inmediato del problema de liquidez de las entidades bancarias provocó un deterioro en el sentimiento de riesgo de forma generalizada, con la volatilidad repuntando y los flujos volviendo a encontrar seguridad en la renta fija de alta calidad y en activos refugio tradicionales como el oro y la plata. La presión más destacada se percibió en el sector financiero, en especial los bancos regionales, en una clásica reacción de mercado que abarcó a todos los bancos con potenciales similitudes de riesgo (véase la

Gráfica A). Es importante señalar que, si bien la reacción inicial durante la sesión del lunes siguiente al evento fue de una revalorización generalizada, la inercia inicial se ha venido desvaneciendo a medida que las autoridades estadounidenses dotaban de confianza al mercado y se despejaban las dudas en torno al potencial sistémico del evento, al menos de forma amplia.

Gráfica A.
Estados Unidos: sector bancario y sector bancario regional, *shock* inicial y desempeño posterior, 2023



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Inestabilidad financiera**

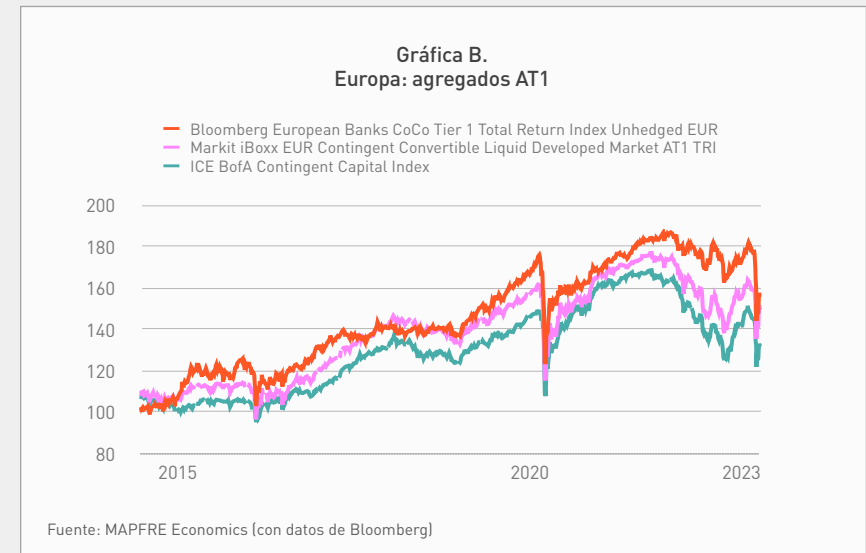
Inestabilidad financiera en Europa

Las repercusiones de la caída de SVB han tenido su eco en Europa, donde la inestabilidad financiera también hizo tambalear a las grandes entidades bancarias del viejo continente. El actor principal fue la entidad suiza Credit Suisse que, tras fallidos intentos de ampliar su capital disponible, y tras un tiempo de arrastrar procesos de reestructuración y pérdidas acumuladas en el balance, el 19 de marzo fue forzada por el organismo de supervisión suizo, FINMA, a ser adquirida por su mayor competidor, el UBS, por un importe de 3.240 millones de dólares. El acuerdo, que no requirió de la aprobación de los accionistas por ser catalogada como una emergencia financiera, incluyó el apoyo del gobierno suizo, que proveerá a la entidad de asistencia en liquidez (108.000 millones de dólares) y de una garantía gubernamental parcial en caso de pérdidas. Esta compleja reestructuración, que ha venido acompañada por una rebaja de los *ratings* crediticios de UBS, pasará por un proceso de venta de activos y por un recorte de empleados importante.

En cuanto al resto del sector, otros bancos han sufrido el estrés financiero a raíz de la incertidumbre generada, destacando particularmente el caso de Deutsche Bank, que vio la confianza de sus inversores mermada tras un disparo en el precio de sus CDS. Sin embargo, tras la normalización de la situación y la adquisición de SVB por parte de First Citizens BancShares, las valoraciones han recuperado gran parte del terreno perdido.

Los bonos AT1 (CoCos), que abarcan un mercado en Europa de 250.000 millones de dólares, han sido objeto de polémica y fluctuaciones en el entorno financiero tras los problemas de Credit Suisse. Estos instrumentos fueron instaurados como un mecanismo de capital adicional que permitiera absorber pérdidas bajo la activación de una serie de contingencias

(*triggers*). Sin embargo, luego de los problemas de Credit Suisse y su posterior rescate, el FINMA anunció que los propietarios de los CoCos no serían compensados, mientras que los accionistas sí recibirían una compensación (0,76 francos suizos por acción), alterando así la ortodoxia de prelación, que antepone a los propietarios de estos bonos en caso de insolvencia. El FINMA argumentó que, en caso de un “evento de viabilidad” como el ocurrido en el que fue necesaria la intervención gubernamental, los instrumentos AT1 se dan de baja, habiendo recientemente reafirmado su postura.



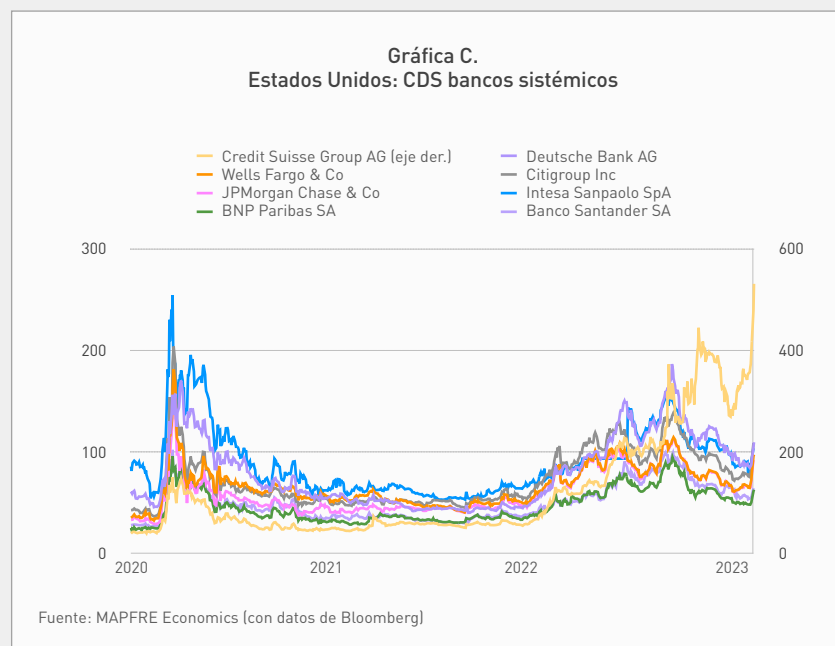
Recuadro 1.1.1-a (continuación) Inestabilidad financiera

Esto ha venido suscitando un cierto temor en el mercado de CoCos (véase la Gráfica B), pese a las intervenciones tanto del Banco Central Europeo (BCE) como del Banco de Inglaterra, asegurando su compromiso respecto al funcionamiento de estos instrumentos y garantizando que la prioridad de los inversores en AT1 se mantendrá en sus respectivas jurisdicciones. Actualmente, se está evaluando si la base legal a la que se acoge el FINMA puede ser impugnada.

Valoración general

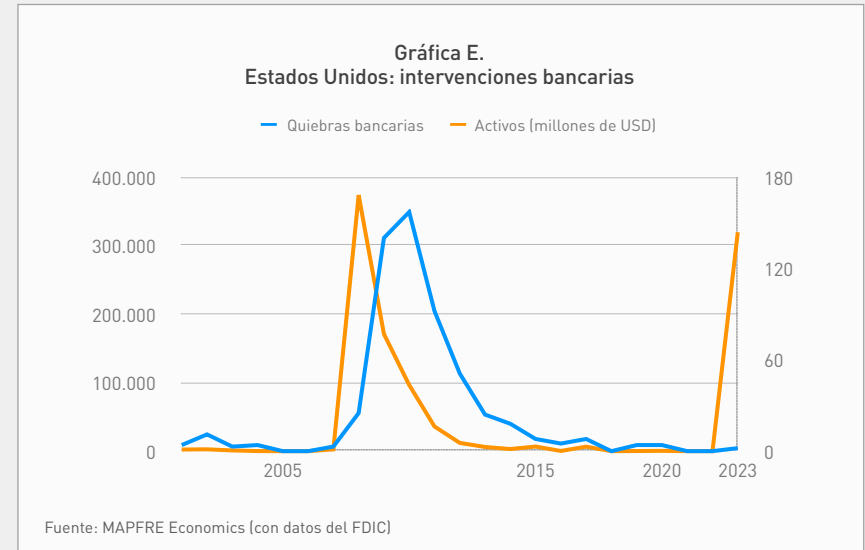
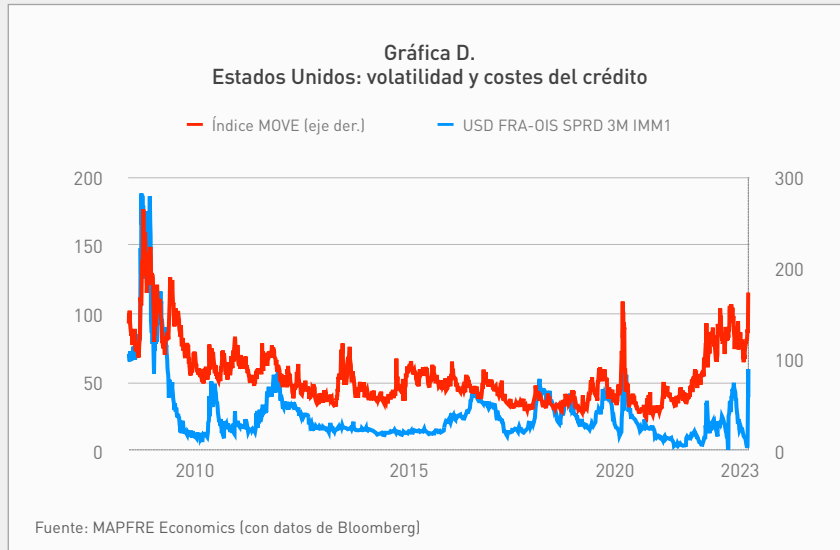
Tanto el rescate bancario que ha tenido lugar en los Estados Unidos como la intervención de Credit Suisse en Europa, se sintieron como un aviso mixto apoyado en una combinación de señales. Por una parte, están las *señales retrospectivas*, es decir, las consecuencias de la crisis bancaria de 2008 y la convicción de que el impacto en el sistema de la política monetaria tiene cierto rezago y que, por tanto, aún están por manifestar sus efectos completos. Y, por otra, las *señales prospectivas*, referidas a que el ciclo monetario continúa en marcha, con perspectivas de nuevas alzas de tipos de interés y la proyección de que la liquidez, en términos generales, seguirá drenándose del sistema a través de la reducción de balance en marcha. En lo que respecta a la salud del sistema financiero, aunque han emergido ciertas señales de estrés (véanse las Gráficas C y D), los datos parecen indicar que se encuentra en una mejor posición de partida que en la anterior crisis (2008), con balances más saneados, una capitalización más amplia y la evolutiva de una regulación preventiva que garantiza una adecuada asunción de riesgos, complementada con la implementación de unos requisitos y estándares de solvencia adecuados.

Por otro lado, el perfil de riesgos y la operativa de liquidación de este tipo de entidades bancarias en los Estados Unidos, que buscan mitigar/evitar el



riesgo el contagio, cuentan con mecanismos de intervención más ágiles, una dinámica de frecuencia históricamente más dilatada y una experiencia de intervención más amplia que en el caso de Europa (véase la Gráfica E). Las particularidades de estos mecanismos en Europa, por su parte, se centran en: (i) la bancarización del sistema financiero; (ii) la concentración posterior a la crisis de deuda, y (iii) medidas de mitigación centradas en la *resolución* de entidades, que no necesariamente *quiebra*, a través de las

Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Inestabilidad financiera



figuras creadas en la anterior década, tales como el Mecanismo Único de Resolución, la Junta Única de Resolución y el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria.

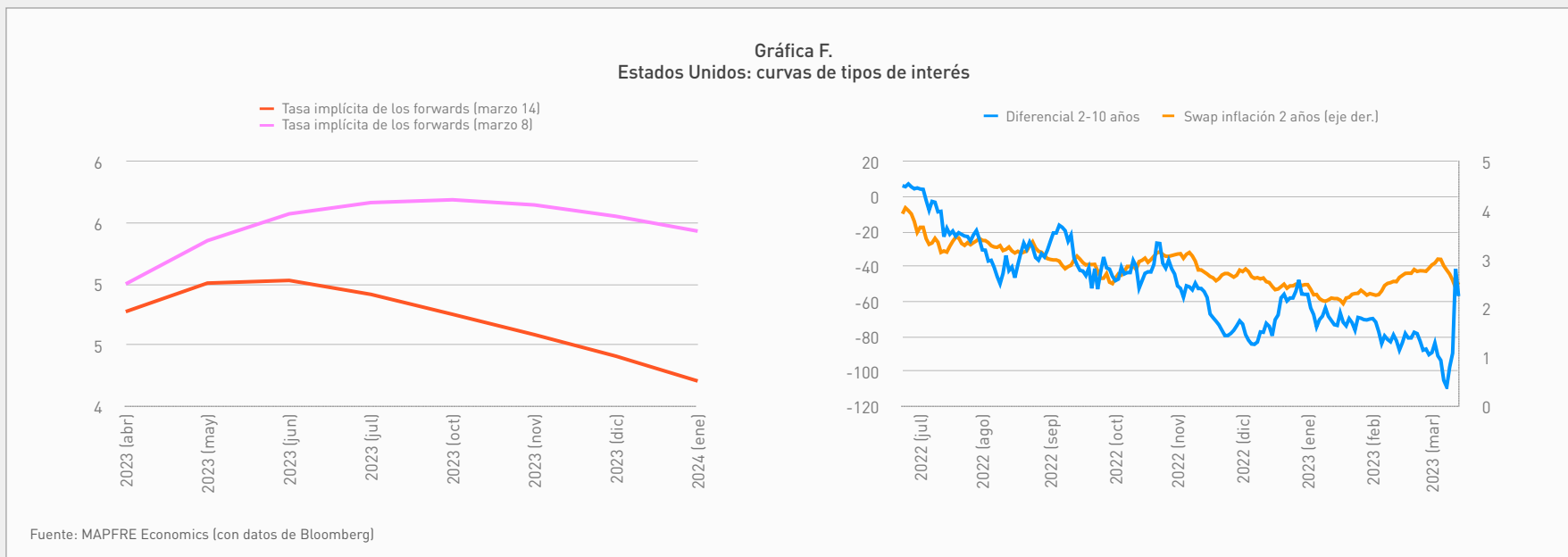
Por lo que respecta a las implicaciones del ciclo monetario estadounidense en curso, en primera instancia las expectativas del mercado para el tipo terminal cayeron hasta ubicarse en el 5,0%, al tiempo que la expectativa de culminación de las subidas se anticipa ahora a junio (frente al 5,75% en septiembre). Lo anterior, de la mano de una fuerte reversión de la inversión

de la curva de tipos de interés, motivada por el repunte del Treasury a 2 años y una caída de las expectativas de inflación (véase la Gráfica F).

Si bien la inquietud financiera ha llevado a movimientos abruptos en los mercados, así como a una reevaluación de las perspectivas de política monetaria, se refuerza la visión prospectiva ofrecida en nuestro informe *Panorama económico y sectorial 2023*, en la cual se anticipaba la transición hacia una postura de moderación dada la acumulación de señales de alerta de un eventual accidente financiero como el ocurrido, entre otros riesgos. Con ello, si bien la próxima reunión de la Reserva Federal de principios de

**Recuadro 1.1.1-a (continuación)
Inestabilidad financiera**

**Gráfica F.
Estados Unidos: curvas de tipos de interés**

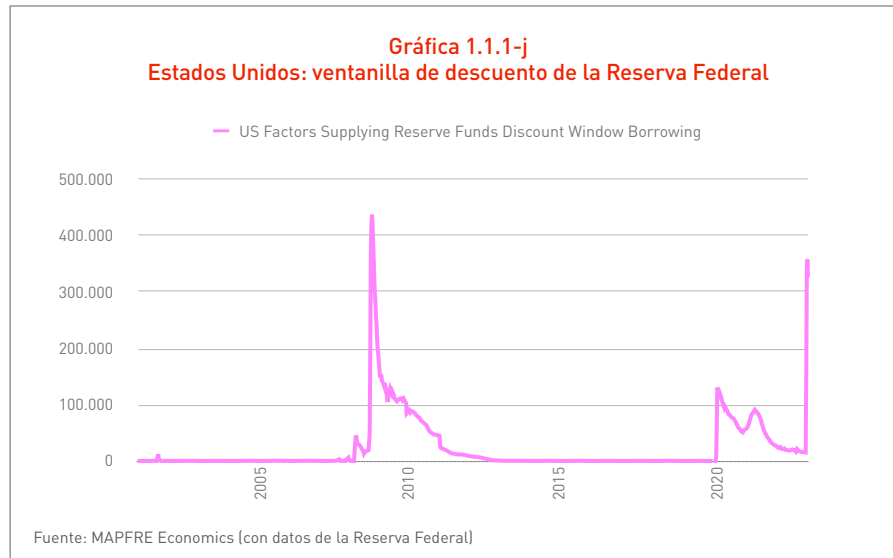
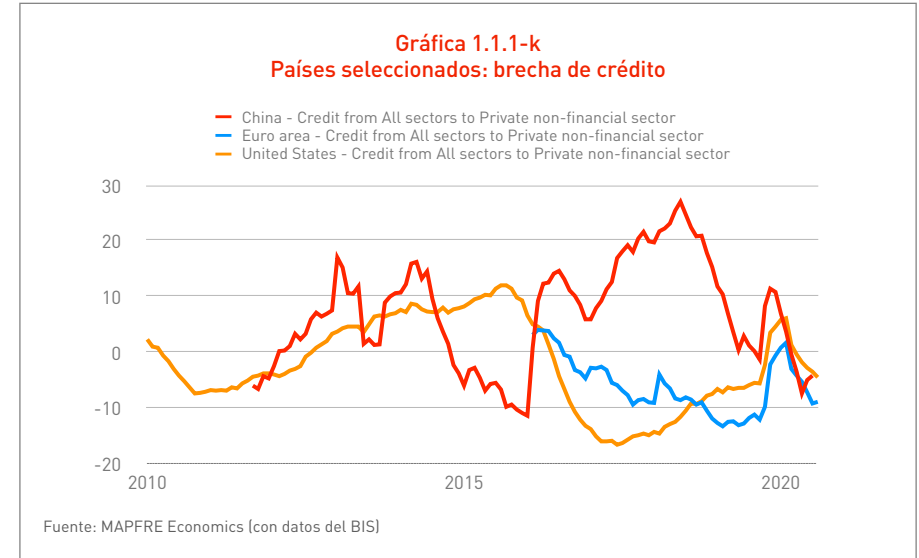
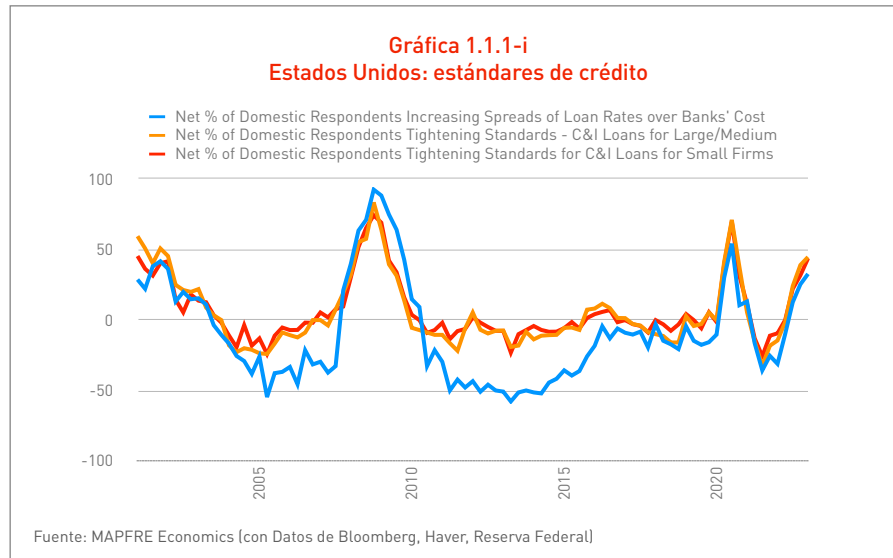


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

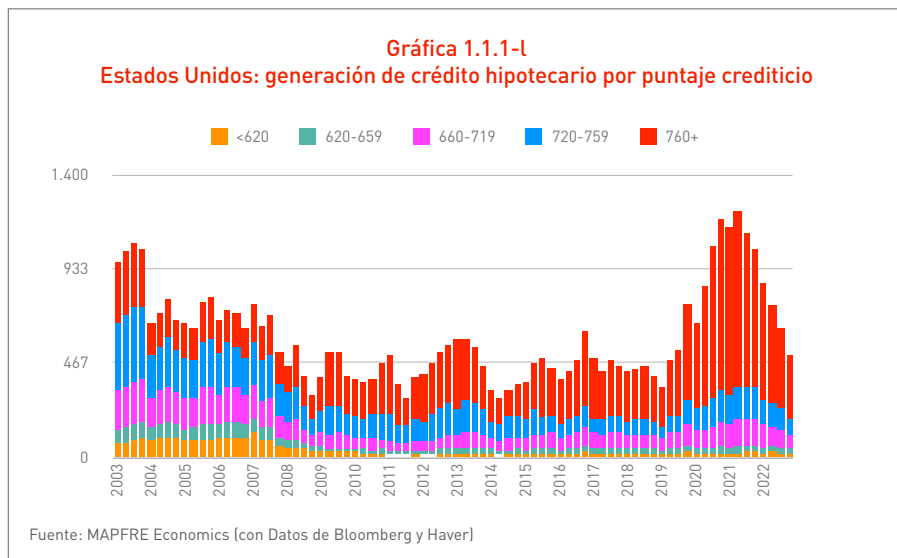
mayo se anticipa como especialmente relevante en cuanto al próximo movimiento, el pronóstico continúa siendo de una senda monetaria restrictiva que considere un aumento de 25 puntos básicos adicionales. En cuanto al BCE, se sigue abogando por paulatinas subidas de tipos de interés para combatir la inflación (+25 puntos básicos en mayo y junio).

Esta visión respecto a la postura monetaria futura se respalda en varios elementos: (i) unas condiciones financieras que se habían desacoplado en

cierta medida de la realidad, impulsadas por un optimismo prematuro; (ii) el “dolor” por venir (los inevitables efectos de la política monetaria restrictiva) ya estaba avisado; (iii) la inflación de marzo (5,0% y 5,6% la subyacente en Estados Unidos, por 6,9% y 5,7% en la Eurozona) evidencia los motivos subyacentes para persistir en la restricción monetaria, y (iv) la combinación de menor liquidez y normalidad de tipos de interés libres de riesgo devuelven la importancia de los fundamentales al análisis, siendo además un mecanismo positivo para la correcta evaluación de los riesgos.



estructura de capital en la absorción de pérdidas, como de los Estados Unidos, con la rápida intervención del fondo de garantía de depósitos (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) para garantizar los depósitos, y de la Reserva Federal, con la reactivación del Programa de Préstamos Bancarios a Plazo (Bank Term Funding Program, BTLF). Esta crisis de confianza, sumada a las presiones continuas sobre los depósitos en competencia con alternativas en productos monetarios y de renta fija de alta calidad a corto plazo, aumenta las perspectivas de endurecimiento adicional en las condiciones crediticias, ya *per se* tensionadas por el momento cíclico de la política monetaria, ante la extensión de una visión más cautelosa sobre la asunción de riesgos. En consecuencia, es previsible una desaceleración (o incluso una contracción) del crédito, con efectos aún por determinar en el sector real y financiero, aunque, en todo caso, requerirán mayor esfuerzo en la gestión de la liquidez en un contexto de fragilidad. Esta situación eleva la probabilidad y la severidad

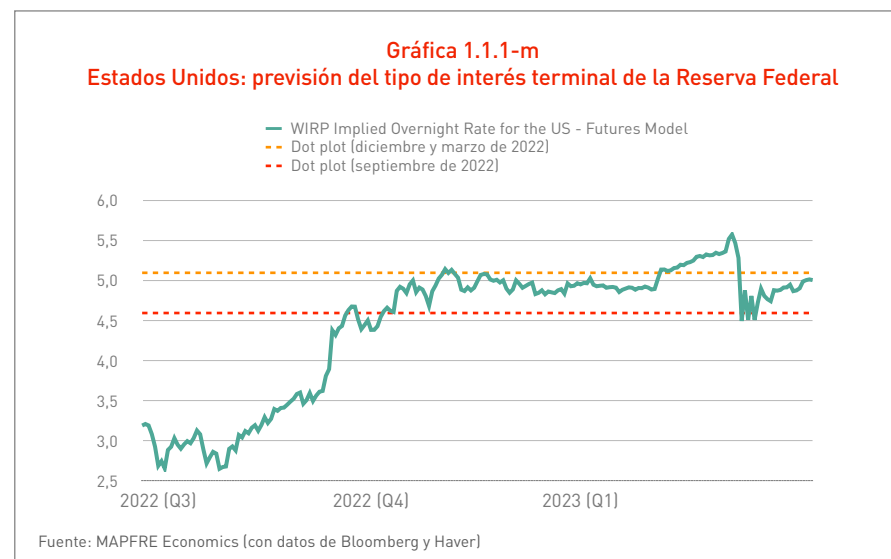


de una posible recesión si, como se ha apuntado en nuestros informes previos, un traspie financiero como este nos desplaza de una crisis de liquidez a una crisis de solvencia del sistema, hogares, empresas y entidades financieras (véanse las Gráficas 1.1.1-i a 1.1.1-l).

Por lo que respecta a la política monetaria (véase el Recuadro 1.1.1-b), los principales bancos centrales han continuado avanzando en el proceso de restricción y posterior normalización, tanto por el lado del balance como a través de los tipos de interés, en un esfuerzo por ralentizar el ciclo de crédito que canalice hacia una menor demanda, vía estándares de acceso más estrictos, y controlar así la inflación. Hasta la fecha, ese esfuerzo ha llevado los tipos de interés hacia el territorio restrictivo a un ritmo históricamente elevado. Sin embargo, se espera que los próximos avances sean más bien marginales, posibilitando una eventual aceleración de la actividad y que las preocupaciones por la estabilidad de precios tornen hacia un enfoque por la estabilidad financiera. Este proceso se basaría en

los argumentos siguientes: (i) que la transmisión de los efectos de la política monetaria se realiza con rezago, el cual es proporcional a la eficiencia en el funcionamiento del sistema financiero; (ii) que ya se percibían los efectos de la política monetaria en la corrección del crédito bancario antes del episodio de volatilidad financiera, que lo ha recrudecido, y (iii) que los tipos de interés, que ya se consideran próximos a su *tasa terminal*, y la normalización del balance están moderando la senda de inflación, permitiendo que tipos reales entren en terreno positivo y, con ello, creando las condiciones para una tímida recuperación de la inversión privada y un desincentivo para expandir más la política fiscal. Este efecto comienza a vislumbrarse en algunos mercados maduros, aunque se percibe claramente en los mercados emergentes, más adelantados en el ciclo monetario (véanse las Gráficas 1.1.1-m y 1.1.1-n).

Por último, el panorama geopolítico continúa lejos de desahogar el mapa de riesgos actual. Varios elementos se conjugan para perfilar este



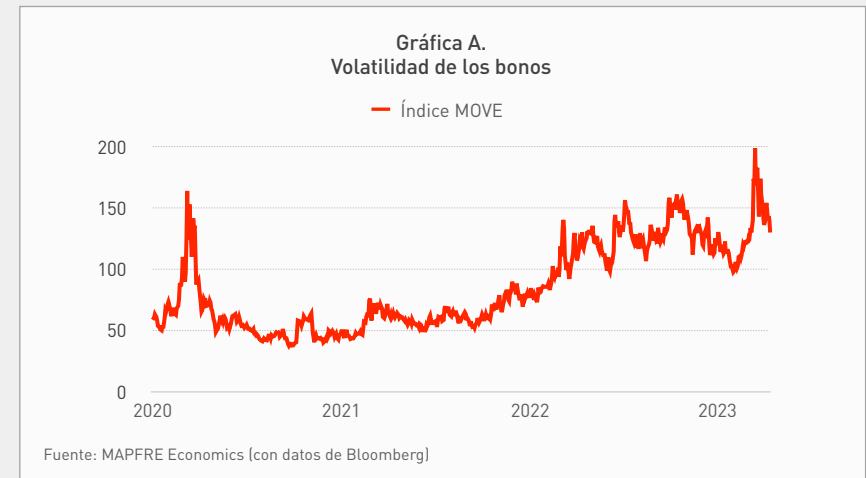
Recuadro 1.1.1-b
Actualización de política monetaria

Banco Central Europeo

En su reunión del pasado 16 de marzo, el Banco Central Europeo (BCE) reafirmó su compromiso con la normalización monetaria al elevar los tipos de interés de referencia en 50 puntos básicos (pbs) adicionales, situando el rango de interés de las operaciones principales de financiación, los tipos de interés de la facilidad marginal de crédito y de la facilidad de depósito en el 3,50%, 3,75% y 3,00% respectivamente. Respecto al programa de compras de activos, el BCE mantuvo firme la hoja de ruta de reducir la tenencia de valores adquiridos mediante el programa de compra de activos (APP) a un ritmo, en promedio, de 15.000 millones de euros hasta junio. En cuanto a los activos adquiridos bajo el programa de compras de emergencia por la pandemia (PEPP), tampoco ofreció una guía adicional, manteniendo la reinversión flexible prevista hasta 2024. Por último, en lo relativo a las facilidades especiales de liquidez conocidas como TLTRO's, a pesar de no introducir novedades, el BCE abrió la posibilidad a flexibilizar los términos de los reembolsos anticipados, junto con el uso de líneas de intercambio con otros bancos centrales o el Instrumento de Protección de Transmisión de la política monetaria (TPI), reafirmando la separación de herramientas disponibles para buscar lograr tanto la estabilidad de precios como la estabilidad financiera.

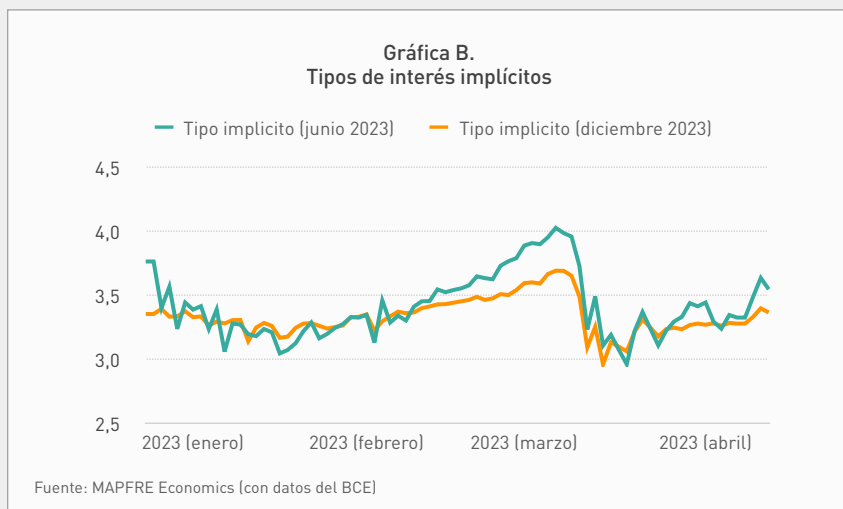
En el plano macroeconómico, se presentaron nuevas proyecciones, aunque sin la consideración de los acontecimientos más recientes en el sistema bancario de Suiza, con proyecciones de crecimiento económico al alza para 2023, hasta el 1,0% (desde el 0,5% anterior), y un 1,6 % tanto en 2024 como en 2025 (frente al 1,9% y 1,8% anteriores). En el caso de la inflación, se espera que permanezca elevada en 2023, registrando una tasa promedio de 5,3% hasta el final del año, del 2,9% en 2024 y del 2,1% en 2025 (de 2 a 3 décimas por debajo de las proyecciones de diciembre), de la mano de una

moderación de los precios de la energía y una ligera apreciación del euro. En contraste, la inflación subyacente se anticipa con una persistencia más prolongada, de la mano de la inflación del sector servicios y de las compensaciones salariales (por encima del promedio histórico). En suma, y según lo previsto, la actualización de previsiones más optimistas en cuanto a crecimiento de la actividad económica, aunque ofreciendo una preocupación (quizá más moderada pero latente) por la inflación a medio plazo, justifican la decisión más inmediata de incrementar los tipos de interés. Al mismo tiempo, se perciben las preocupaciones por la salud del sistema financiero, las cuales podrían difuminar la hoja de ruta, absteniéndose el BCE a anticipar por el momento futuras decisiones, bajo un enfoque dependiente de los datos entrantes en el futuro. De igual forma, y teniendo en cuenta que con



Recuadro 1.1.1-b (continuación) Actualización de política monetaria

Gráfica B.
Tipos de interés implícitos

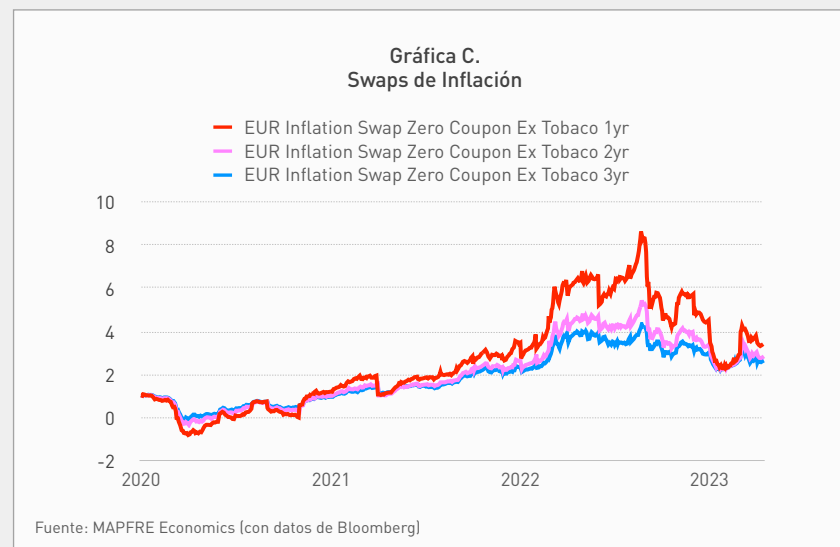


los acontecimientos recientes la volatilidad en los mercados de bonos ha superado a la observada durante la crisis del Covid-19 (véase la Gráfica A), se ha reconocido la posibilidad de que cualquier estrés de financiación puede tratarse por separado (haciendo todo lo que sea necesario para combatir la inflación), haciendo uso de otras herramientas disponibles.

Valoración

La reunión del BCE estuvo marcada por turbulencias en el canal financiero, la concatenación de noticias de los días precedentes (el caso del Silicon Valley Bank, primero, y del Credit Suisse, más tarde en la semana), representadas por una volatilidad no solo en los activos de riesgo habituales, sino también en las dinámicas de expectativas más profundas, con los *swaps*

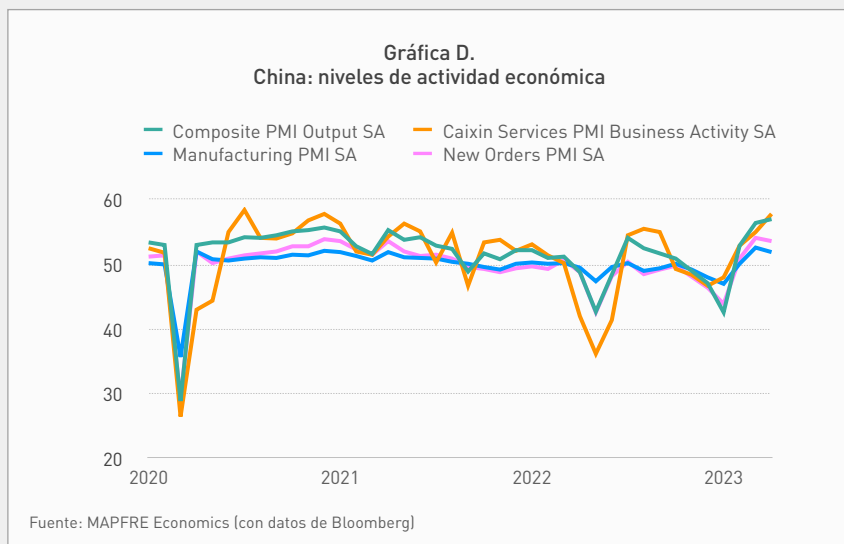
Gráfica C.
Swaps de Inflación



de inflación moderándose, las curvas de tipos de interés retomando pendiente y un reprecio en el alcance del ciclo monetario abrupto (véase la Gráfica B).

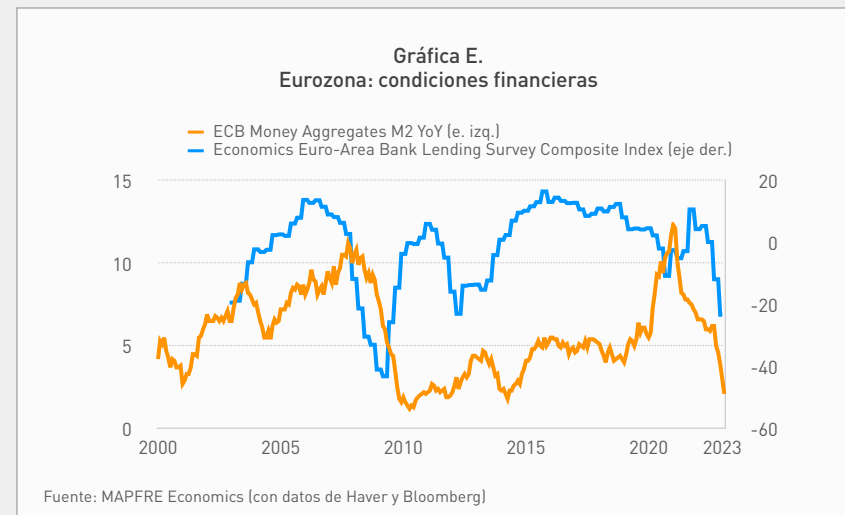
En contraposición, la estabilidad económica ha mostrado una pauta más positiva de lo anticipado en términos de desempeño económico y, aunque persistente en el ámbito de las presiones sobre los precios, se mantiene la idea reforzada de que la peor parte va dejándose atrás y el margen es de sorpresas positivas, en tanto que (i) el efecto base de marzo a junio revertirá gran parte del *shock* energético y de materias primas, (ii) la producción industrial de China durante la primera parte del año ha sido más fuerte de lo esperado, sin trasladar tensiones a los precios de los insumos, y (iii) el

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria



rezago de la política monetaria comienza a mostrar las primeras consecuencias del endurecimiento (véanse las Gráficas C a E).

Con todo ello, el BCE se posiciona en una *postura mixta*, bajo la disyuntiva de que, por una parte, es aún demasiado pronto para parar con la normalización monetaria y, por la otra, que hay suficientes luces parpadeando en el sector financiero como para continuar con la hoja de ruta originalmente planteada en diciembre. En suma, se espera una cierta ambigüedad en el corto plazo (haciendo todo lo que sea necesario para combatir la inflación, es decir, con la voluntad para bajar el ritmo de subidas de tipos a 25 pbs, pero seguir



subiéndolos en próximas reuniones) y una dependencia de los datos para las futuras decisiones (capacidad de reacción, sin especificar instrumentos, siendo la bajada de tipos de interés el instrumento menos probable), aunque bajo un umbral de supervisión más amplio que cubra las preocupaciones en torno a la estabilidad financiera.

Reserva Federal

En la reunión de marzo, la Reserva Federal de los Estados Unidos volvió a incrementar por unanimidad los tipos de interés de referencia en 25 pbs, hasta ubicarlos en el rango oficial en 4,75-5,00%. De la mano de esta

Recuadro 1.1.1-b (continuación) Actualización de política monetaria

decisión, la Reserva Federal proporcionó una nueva referencia de lo que podría ser la *tasa terminal*, a través del *dot plot* (véase la Gráfica F), en línea con la posición ofrecida el pasado mes de diciembre (rango 5,00-5,25%).

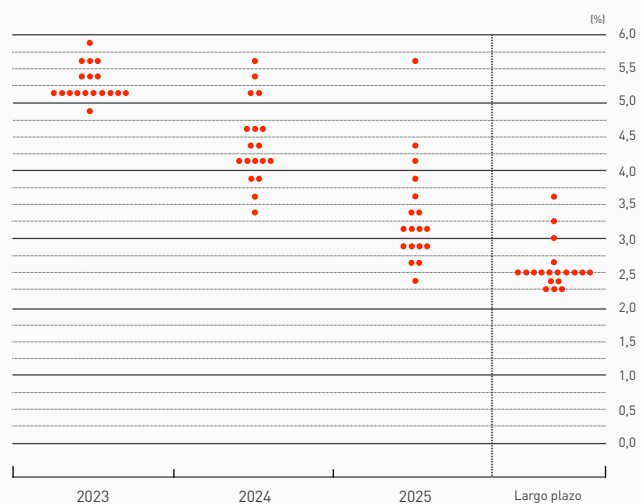
No obstante, esta visión se halla sujeta a una guía futura algo más moderada donde, si bien se reafirmó que futuras alzas adicionales de los tipos de

interés siguen siendo apropiadas, se suscitó cierta cautela ante la información entrante (posibilidad de pausa, pero no de recorte hasta al menos 2024) ante los acontecimientos más recientes de inestabilidad financiera que comenzaron a principios de marzo, y cuyo impacto en las condiciones crediticias podría suponer un endurecimiento monetario adicional, aunque matizando una situación más estable (previa reticencia de la secretaria del Tesoro, J. Yellen, al asegurar todos los depósitos bancarios no cubiertos originalmente por el FDIC).

Por el lado del balance, la Reserva Federal mantuvo sin cambios el proceso de reducción de su tenencia de activos, al considerar adecuados tanto el ritmo actual como la composición de las ventas, tanto de bonos del Tesoro como de activos respaldados por hipotecas (MBS), diferenciándolos sin embargo del funcionamiento de las herramientas de recompra inversa (ON RRP) recientemente retomadas (BFTD's). Si bien presentan similitudes al inyectar liquidez al sistema (véase la Gráfica G), las primeras se tratan de mecanismos convencionales, a plazo máximo de 1 año y que tratan de amortiguar las tensiones puntuales de liquidez frente a las medidas no convencionales del QE de compra abierta en el mercado secundario de valores de deuda con horizonte temporal de largo plazo.

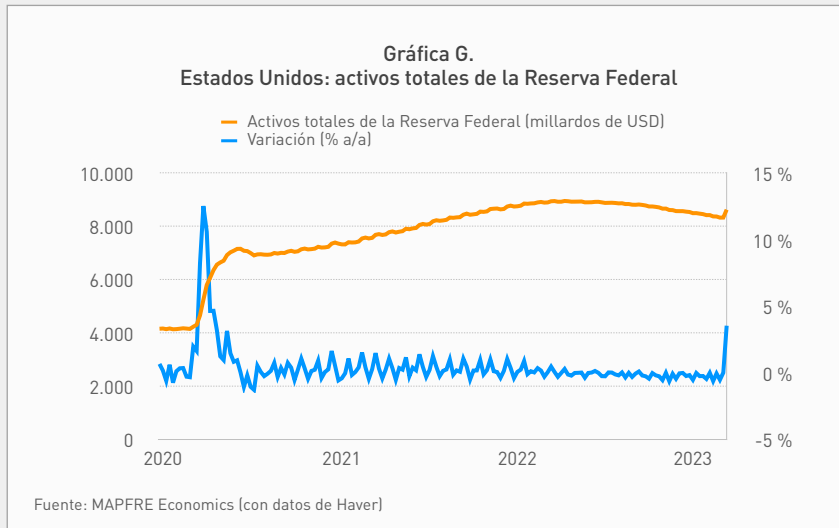
En lo que toca al plano macroeconómico, las estimaciones presentaron pocos cambios. Se revisó ligeramente a la baja la actividad económica esperada de Estados Unidos en 2023 y 2024 hasta el 0,4%, y 1,2%, respectivamente (frente al 0,5% y 1,6% anteriores). Por el lado de la inflación, sostuvieron una trayectoria de moderación a la baja en el horizonte de proyección, aunque más persistente en el corto plazo, que elevara tanto el PCE esperado hasta 3,2% en 2023 (frente al 3,1% anterior) como la medición de la inflación subyacente (3,6% frente 2,5% de diciembre), y una senda de retorno hacia el objetivo del 2% sin alcanzar hasta el largo plazo. En términos

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



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

Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria



de empleo, y dado que el mercado laboral continuó mostrando un desajuste sustancial en términos de vacantes por empleado y que la tasa de desempleo se ha mantenido en mínimos históricos hasta la fecha, el repunte del desempleo se anticipa con ascenso más gradual hasta alcanzar el 4,6% en 2024.

Con todo ello, y en contraste con las últimas observaciones ofrecidas durante las sesiones en el Congreso y el Senado, J. Powell ofreció una visión más conservadora de la situación económica futura que, combinada con los recientes desarrollos en los mercados financieros y un efecto de rezago del endurecimiento monetario acumulado todavía incierto, son suficientes para conceder la visión de que el ciclo monetario restrictivo podría encontrarse

cercano a su punto máximo, aún con posibilidades de un alza adicional de 25 pbs por la dinámica de precios, aunque equiponderado (según sea necesario) hacia el escenario de una pausa por la inestabilidad financiera.

Valoración

A medida que la dirección de la economía estadounidense se consolidaba en una posición de desempeño más positiva de lo esperado, los registros de inflación han venido reflejando y recogiendo esa mejoría en forma de unas presiones más intensas en los precios, una dilatación en el tiempo del proceso reversión y, por consiguiente, una renovada preocupación de que su persistencia contenga componentes cada vez más duraderos que permeen en la inflación subyacente y retroalimenten los factores estructurales todavía latentes. No obstante, y bajo una visión prospectiva, cabe destacar que el riesgo de una nueva aceleración de la inflación debería ir perdiendo tracción a lo largo de los próximos meses (en la métrica amplia de IPC), en primer término, por los efectos base de los actuales precios de la energía y otros insumos y, en segunda instancia, por un desvanecimiento progresivo de las presiones en el sector de la vivienda y los servicios, de la mano de inquietudes por la demanda agregada a medida que el rezago de la política monetaria ejerce una presión adicional en el consumo por la vía de estándares crediticios más estrictos (véase la Gráfica H).

Por otra parte, los signos de estrés financiero originados en el sistema bancario han emergido de forma convincente como un contrapeso ante este optimismo, elevando las preocupaciones sobre la salud del sistema bancario, a priori saneado en términos agregados, cuyo resultado podría desembocar bien en una contracción del crédito adicional por este canal (amplificando negativamente la transmisión de la política monetaria), o bien en un escenario de contagio más amplio y en disfunciones en los canales de transmisión más profundas, incluyendo sus ramificaciones menos

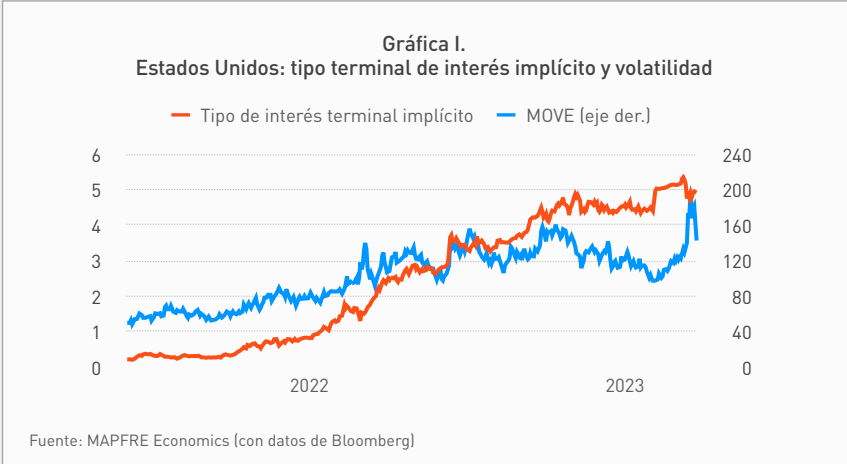
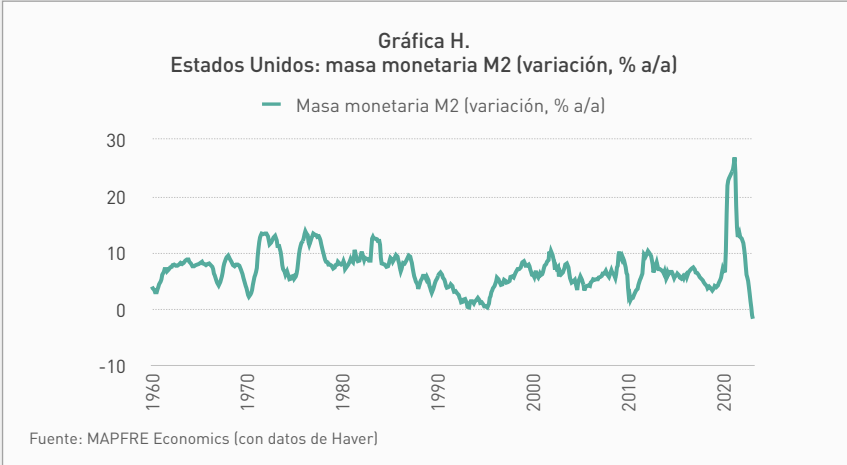
Recuadro 1.1.1-b (continuación)
Actualización de política monetaria

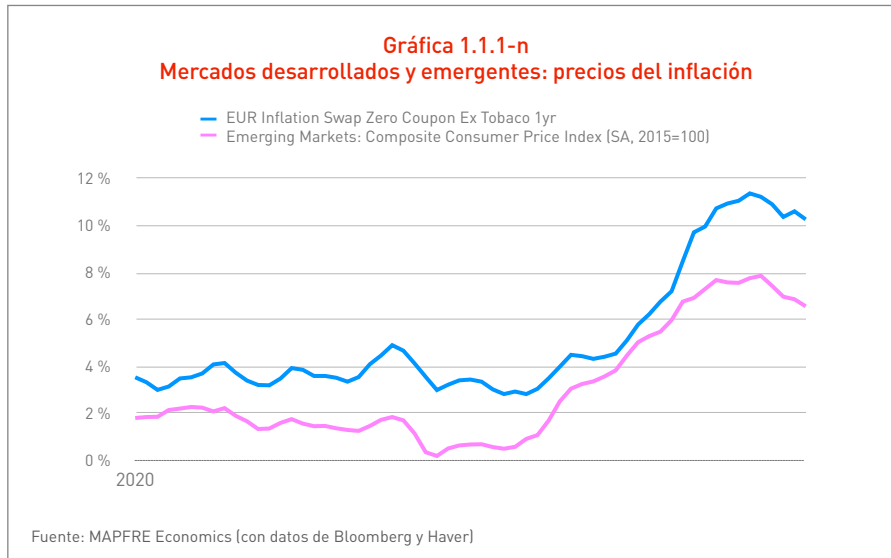
monitorizadas en la sombra (*shadow banking*), que desemboquen en la materialización de un escenario no lineal de crisis financiera.

Ante esta circunstancia, la Reserva Federal ha transmitido cierta estabilidad a los mercados en cuanto a la dirección de la política monetaria (véase la Gráfica I), la cual seguirá siendo restrictiva hasta que la inflación ceda, al tiempo que ha convenido un ritmo de avances más flexible, con la opcionalidad tanto de subidas adicionales como de una *tasa terminal* finalmente más baja, y que dote de cierto margen de maniobra ante el incierto desarrollo de los acontecimientos más recientes en ambos frentes, tanto *económico* (se anticipa el repunte del crecimiento como puntual y, por tanto, un menor crecimiento en el cómputo anual) como *financiero* (los riesgos de cola presentan ahora una inclinación más preocupante).

En este sentido, y sumado a la activación de herramientas convencionales para mantener la estabilidad financiera, a corto plazo la postura de la Reserva Federal podría interpretarse como un acto de tregua o mayor entendimiento con los mercados, al incluir en la balanza la salud del sistema bancario y el implícito aumento de riesgo de recesión, al tiempo que se reafirma la intención por desacelerar la demanda y, eventualmente, la inflación.

Como resultado, y tal como se sostenía en nuestro *Panorama económico y sectorial 2023*, estos efectos contrapuestos tenderán a reequilibrarse hacia menos crecimiento económico y menos inflación, y hacia una mayor relevancia del riesgo para la estabilidad financiera, a medida que el efecto rezago de la política monetaria ejerce presiones adicionales en ambos lados de la ecuación. De esta forma, se consideraría la opción de una pausa como la medida de ajuste más adecuada de cara a próximas reuniones.





entorno: (i) la guerra de Ucrania acumulando tensiones, tanto por la escalada de material bélico como por las consecuencias colaterales de la reciente ampliación de miembros de la OTAN; (ii) el deterioro de las relaciones multilaterales, destacando la fragmentación entre China y Estados Unidos, el reseteo de relaciones de Europa en respuesta a la Inflation Reduction Act y la neutralidad de China vía paralización del Comprehensive Agreement on Investment (CAI); (iii) la acción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEC) impulsando precios del petróleo más altos; (iv) la emergente búsqueda de alternativas al dólar tratando de destronar su papel como reserva mundial, y (v) el efecto de otros acuerdos bilaterales y multilaterales como el de los BRIICSS (que incluye a India y Arabia Saudita), la Alianza RIC (Rusia, Irán, China) y el acuerdo de yuanes entre China y Arabia Saudita.

1.1.2 Perspectiva y dinámicas regionales

Entorno global

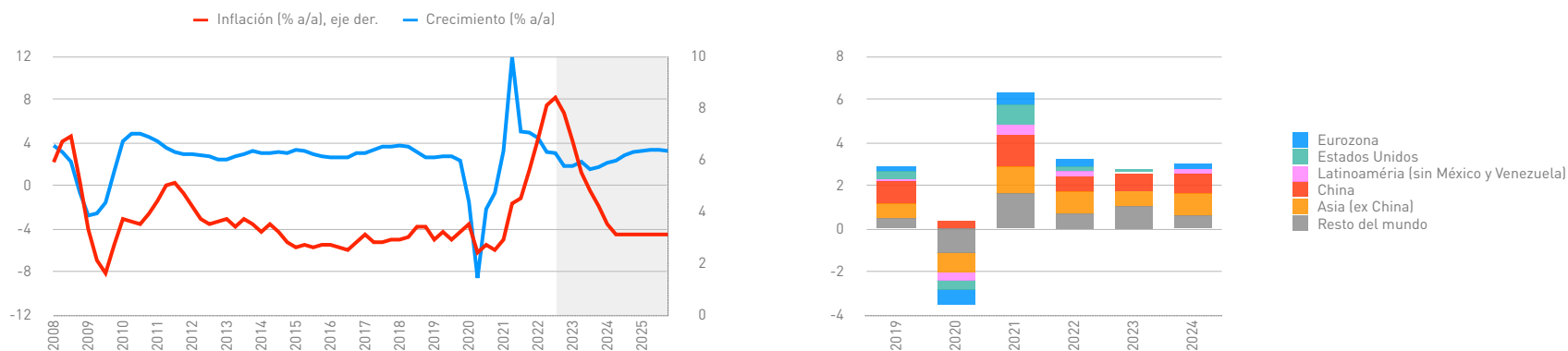
En la actualización de previsiones en este informe, las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado al alza en 2023, situándose en el 2,8% frente a 2,0% de nuestro informe anterior (con una mejor contribución general de todas las regiones económicas) y, en menor medida, en 2024, ubicándose en el 3,0% frente al 2,7% anterior⁷. Ello es evidencia de una temporal aceleración del crecimiento en el corto plazo, aunque sin poder obviar que el crecimiento global permanecerá por debajo del potencial, pese a que este último probablemente se ha reducido durante los últimos tres años.

En materia de precios, se prevé una inflación media para 2023 y 2024 del 7,0% y 4,9%, respectivamente. Aunque el repunte de actividad se transmita en forma de una mayor resistencia a desacelerar el ritmo de avance en los precios (no así en la canasta subyacente que demorará el ajuste por efectos ya permeados), la previsión se apoya en que las presiones en los salarios seguirán siendo insuficientes para desencadenar efectos de segunda ronda. Al mismo tiempo, se mantiene la visión de una pérdida de vigor económico a lo largo del año (en parte ya anticipado durante la primera mitad del ejercicio), de la mano de una marcada desaceleración de la demanda en respuesta al efecto tardío del ajuste monetario iniciado en 2022, la restricción al acceso del crédito y una política fiscal que continuará acomodándose en un espacio más neutral (véase la Gráfica 1.1.2-a).

Estados Unidos

En Estados Unidos, la resistencia económica sigue mostrándose fuerte apoyada en unos datos de consumo en expansión, aunque con una cierta pérdida de dinamismo de carácter más reciente, un mercado laboral

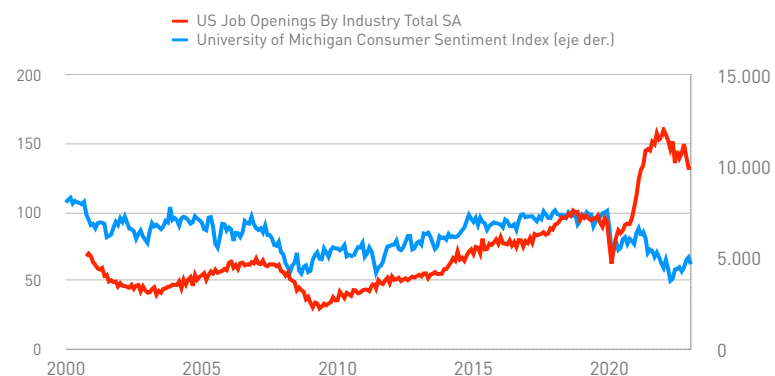
Gráfica 1.1.2-a
Global: perspectivas de crecimiento e inflación y contribución por regiones



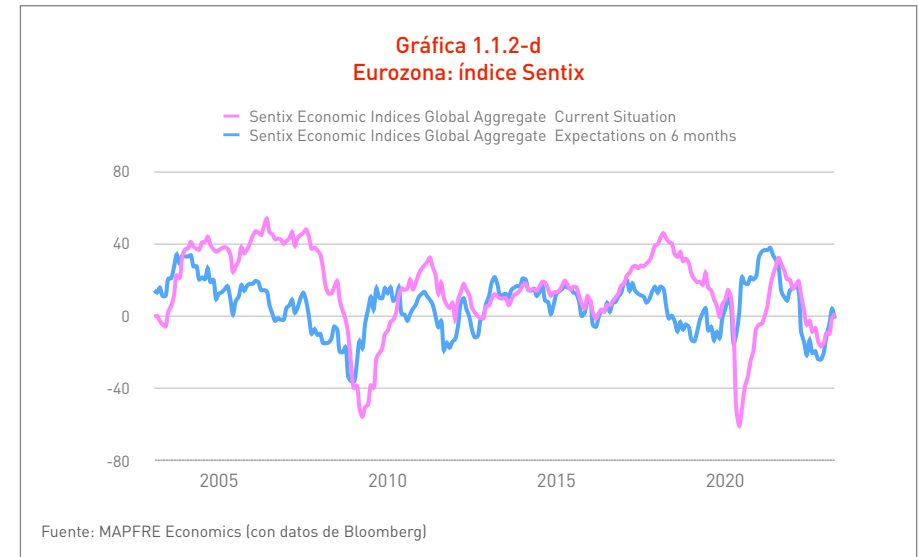
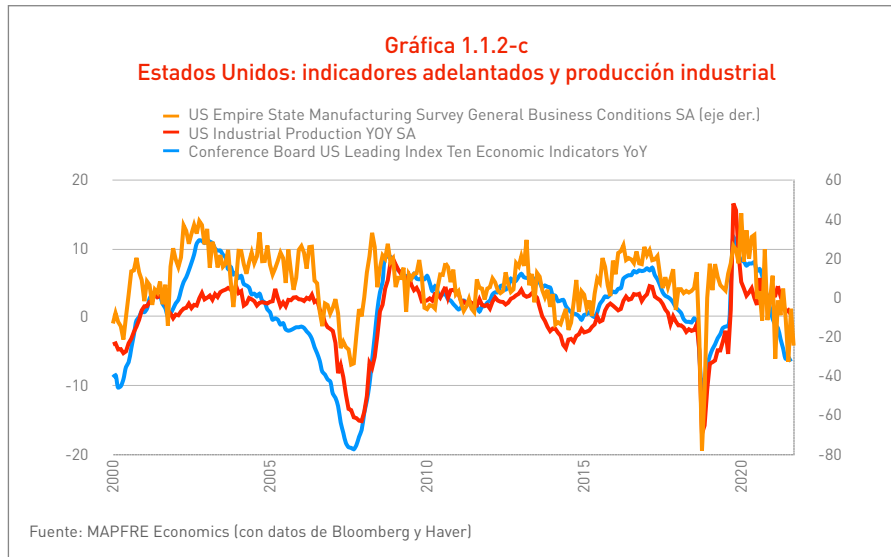
Fuente: MAPFRE Economics

ajustado y revalorizaciones salariales que tratan de ponerse al día con la inflación. A pesar de ello, se sigue manteniendo la previsión de una inercia que podría expirar en el segundo semestre del año hasta afrontar una recesión corta y no muy profunda a finales de 2023, aunque manteniendo un avance anual positivo del 1,0% que se reduciría hasta el 0,7% en 2024 (frente al 0,1% y 0,9% anteriores). Los riesgos de corto plazo permanecen en el efecto rezagado de la política monetaria (los cuales están aún por impactar de lleno en la economía), la eventual necesidad de endurecimientos adicionales para controlar la inflación no señalizados correctamente, y el riesgo de exacerbar la desaceleración del crédito en curso tras los recientes acontecimientos en el sectorial bancario regional. En este sentido, y si bien las probabilidades de accidente financiero finalmente se materializaron el pasado mes de marzo, el riesgo de un evento de mayor calado que desemboque en un aterrizaje fuerte permanece latente (véanse las Gráficas 1.1.2-b y 1.1-2-c).

Gráfica 1.1.2-b
Estados Unidos: confianza del consumidor y vacantes de empleo

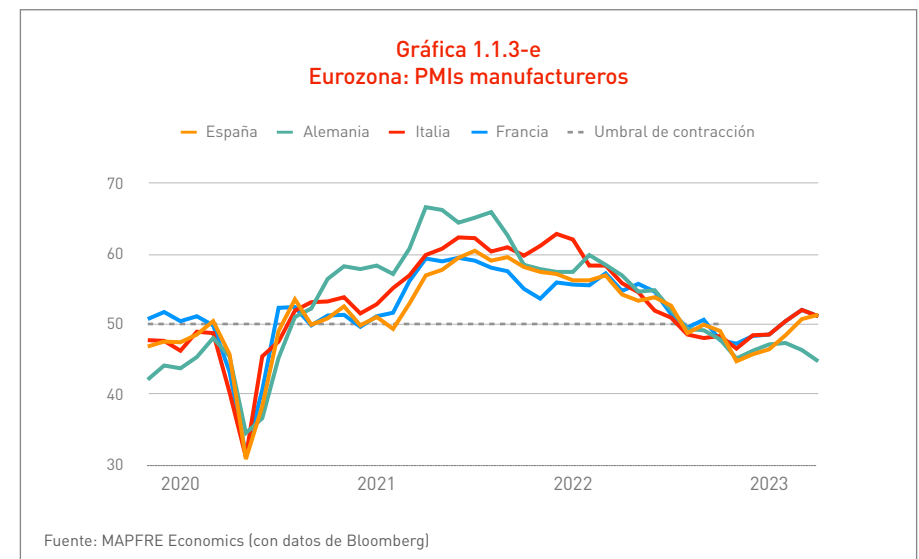


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg y Haver)



Eurozona

Por lo que respecta a la Eurozona, la mejoría de previsiones tamiza las perspectivas de recesión para el cómputo global, pasando a estimarse un crecimiento del PIB de la región del 0,6% en 2023 y del 1,3% en 2024 (frente al -0,1% y 1,6% anteriores), rompiendo así con la inercia de revisiones a la baja. Esta mejoría descansa en una recesión técnica menos pronunciada en Alemania (apoyada en un clima más templado, medidas de eficiencia energética, el sólido apoyo fiscal y la contención en los precios de la energía), con una dinámica que se expande a los países manufactureros con alto uso intensivo de gas y petróleo. A su vez, la recuperación del sector servicios continúa acelerándose, apoyada por la demanda de servicios turísticos y de la mano de un mercado laboral que resiste más de lo esperado. A pesar de las turbulencias financieras, es de preverse la posibilidad de esfuerzos adicionales por parte del Banco Central Europeo por alcanzar una *tasa terminal*, más incierta que al otro



lado del Atlántico, junto con una inflación menos contenida que se espera siga por encima de objetivo (4,8% en 2023 y 1,1% en 2024) y supeditada en mayor medida al devenir de los acontecimientos geopolíticos (véanse las Gráficas 1.1.2-d y 1.1.2-e).

China y Asia Pacífico

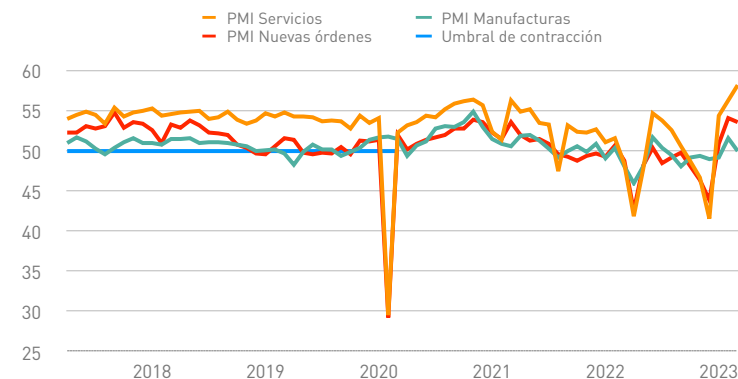
Por lo que respecta a la economía China, el proceso de reapertura exterior continúa avanzando positivamente, eliminando los temores iniciales de una reapertura parcial. Con ello, tanto los indicadores de actividad y producción como el consumo interno (visible mejoría de ventas minoristas e indicadores de movilidad) proporcionan una revisión al alza en la previsión de crecimiento económico de cara a 2023 y con potencial de extenderse a 2024. Este efecto, sumado a una política económica expansiva (la inflación al consumidor continúa moderada y los índices de precios al productor permanecen en negativo), se traslada al crecimiento

Gráfica 1.1.2-f
China: movilidad



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.3-g
China: PMIs



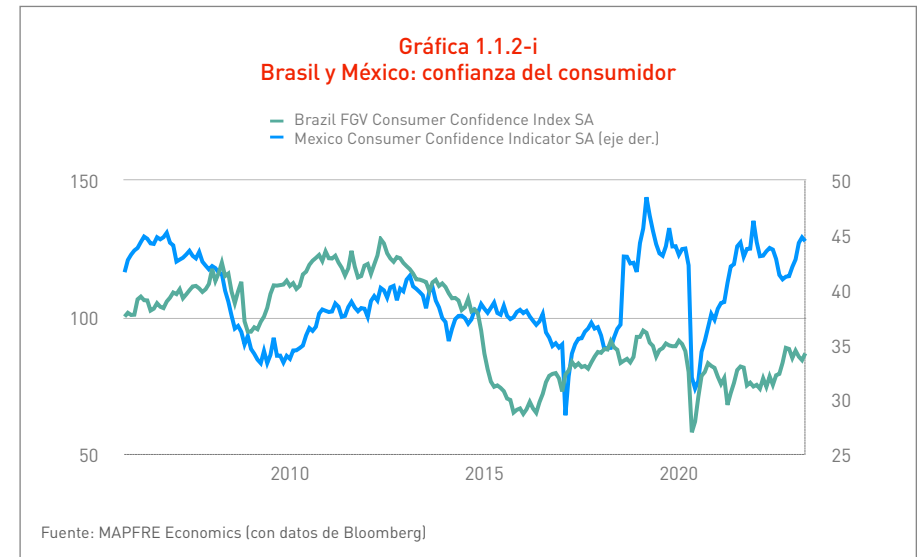
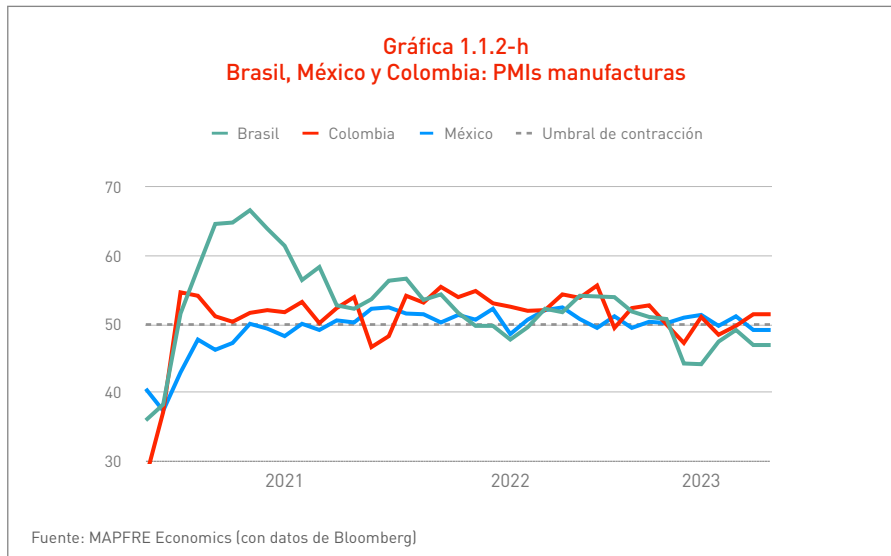
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

mundial, al ampliar su contribución a este (en torno a un tercio del total en 2023), recuperando así el papel de China como amortiguador por el lado de la oferta (véanse las Gráficas 1.1.2-f y 1.1.2-g). En cuanto al resto del continente asiático, se espera que continúe ejerciendo de contrapeso en comparación con las economías desarrolladas, gracias a la todavía positiva demanda externa que permite mantener elevados los niveles de producción, una inflación que continúa contenida y la reapertura de China, cuyo efecto probablemente generará sinergias positivas.

América Latina

Por último, las perspectivas para la región de América Latina se mantienen sin cambios. A pesar del efecto del ciclo de alzas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal, la ralentización cíclica inducida por un ajuste monetario preventivo, un calendario cargado de eventos políticos y los recientes focos de inestabilidad financiera en Estados

Unidos y Europa, el crecimiento económico en la región continúa resistiendo, apoyándose en la debilidad del dólar, en una inflación que pierde intensidad y sitúa las tasas de interés reales en terreno positivo (generando margen de maniobra), en una pérdida de dinamismo exterior más benigna de lo anticipado y en una recuperación más sólida en China. No obstante, si bien el panorama general se presenta resistente, la dinámica por países continúa mostrando, en línea con la recuperación previa, una dinámica bastante heterogénea, con expectativas positivas en 2023 (crecimiento adelantado de 2024) para Brasil (sustentado en la perspectiva de un posible apoyo fiscal a través de la negociación de un nuevo tope de gasto, la resiliencia de la demanda exterior y una inflación a la baja que podría conceder una política monetaria menos estricta) y algo más modestas para México (impulsado por la mejora macroeconómica exterior, en especial en Estados Unidos, un correcto desempeño de la demanda interna, así como a la positiva entrada de flujos de inversión). En el lado opuesto, las revisiones a la baja en 2023 se producen en Perú (una pérdida de dinamismo lastrado por el malestar social) y en Colombia (un



peor comportamiento del consumo, tipos de interés más altos y una tasa de inflación estancada). A su vez, las perspectivas continúan evidenciando vulnerabilidades tácitas en Argentina y Chile, donde se sigue proyectando una contracción económica para 2023 (véanse las Gráficas 1.1.2-h y 1.1.2-i).

En suma, las perspectivas globales reciben un moderado impulso positivo, gracias a un inicio de año más apacible de lo anticipado, a la consolidación de la reapertura de China y sus beneficios colaterales, a la mejora de las perspectivas económicas en Estados Unidos, así como a incertidumbres (como los riesgos de cola de 2022) que se despejan, al menos parcialmente. Esto, sin embargo, ocurre en un contexto en el que se reconoce que el crecimiento potencial global se ha reducido por debajo del 3%. Al mismo tiempo, emergen nuevas fragilidades en el sistema financiero que recuerdan que quizás los efectos de la sobrerreacción monetaria aún están por llegar. De igual forma, y a pesar de que hasta ahora parece que lo peor ha quedado ya en el espejo retrovisor, la inflación

ha visto reducida la presión a la baja y con ello su ritmo de descenso, dejando a los principales bancos centrales ante la compleja disyuntiva entre la búsqueda de la estabilidad de precios y de la estabilidad financiera. Se trata de una dicotomía que puede transitar de un escenario base relativamente benigno a uno de riesgo con relativa fluidez, y donde los efectos de la política monetaria conduzcan hacia un aterrizaje más fuerte.

1.1.3 Escenarios y previsiones

Escenario base

El *escenario base* previsto en este informe considera un amplio repunte de la actividad económica que genera un alza en las previsiones de crecimiento del PIB en 2023 y, en menor medida, en 2024. Al mismo tiempo, el escenario prevé que la inflación continúe moderándose a un ritmo adecuado en 2023 y, de forma más pronunciada para acercarse a la banda objetivo de los bancos centrales, en 2024. Este impulso del crecimiento económico se sustenta en varios elementos: (i) un crecimiento en la Eurozona menos débil de lo anticipado, que logra evitar la recesión en el cómputo anual; (ii) una dinámica positiva en Estados Unidos que se prolonga hasta al menos la primera mitad del año y, (iii) la ganancia de tracción de China con su proceso de reapertura consolidando la vuelta al crecimiento potencial. Con ello, en términos agregados, las economías emergentes sufren un menor deterioro ante un entorno de demanda exterior más benigno. El punto negativo de este repunte descansa en la anticipación de una menor actividad de cara a 2024, como resultado de que los efectos de la política monetaria serán más agudos a partir de la segunda mitad de 2023, con los canales de confianza deteriorándose a la par que el acceso al crédito. Por tanto, el *escenario base* modela una senda de pérdida de dinamismo progresivo que comienza en la segunda mitad del año, con un mayor crecimiento que el planteado anteriormente, pero insuficiente para alcanzar el crecimiento potencial.

Por lo que respecta a la inflación, la mayor actividad se traduce en una dinámica de aumento de los precios que, si bien continúa avanzado a la baja, se espera lo haga a un ritmo más lento en la primera mitad del año, y que desemboque en una inflación subyacente con una dinámica más inflexible. En este supuesto, se sigue anticipando un escenario con alta inflación, principalmente en 2023, que contiene una revisión ligeramente al alza respecto a la edición anterior de este informe, aunque menos intensa que la propuesta por el lado de la oferta y que deja como *escenario base* un panorama económico que se mantiene en un estado de *estanflación*, pero con una inclinación más positiva, a medida que los problemas de oferta parecen ir trasladándose hacia el lado de la demanda.

En materia de política económica, la política fiscal se espera que siga perdiendo relevancia en su camino hacia el terreno neutral, aunque registrando déficits todavía elevados en todo el horizonte de proyección. Por lo que respecta a la política monetaria, las *tasas terminales* alcanzarían su máximo en mayo y julio de 2023, con 25 puntos básicos adicionales en el caso de la Reserva Federal de los Estados Unidos y 50 puntos básicos más por parte del BCE; aumentos seguidos de un proceso de pausa más largo bajo un entorno de tipos de interés reales positivos (hasta el último trimestre de 2023 y primer trimestre de 2024), momento a partir de la cual se pronostica un descenso en forma de escalera hacia el tipo de interés natural. En el caso de los mercados emergentes, y debido a que la reducción de la inflación se modela con un descenso de menor pendiente y a que la política fiscal se espera más activa, también se retrasa el punto máximo de la política monetaria, el cual llegaría hasta el tercer trimestre de 2023.

En el terreno geopolítico, la guerra en Ucrania y las sanciones a Rusia se sostienen durante todo el horizonte de proyección (siendo uno de los catalizadores hacia el *escenario estresado* de riesgo), así como la tendencia multipolar, la mayor fragmentación y el menor dinamismo del comercio global. Con ello, se modeliza la interacción de un precio del petróleo ligeramente por encima del *spot* actual, tanto en 2023 como en 2024 (85 y

81 USD/b, respectivamente), aunque encontrando un piso a largo plazo en el rango de 75-80 USD/b, así como un comportamiento del precio del gas más benigno, pero sujeto a una mayor volatilidad (principalmente debido a la Title Transfer Facility, TTF). Por otra parte, los tipos de interés de medio y largo plazo infieren un comportamiento similar a la senda de tipos de política monetaria, confirmando una curva de tipos de interés con pendiente nuevamente positiva a partir de 2024. Por último, en lo que respecta a las divisas, se modela una menor presión del dólar estadounidense, en términos generales, a medida que la política monetaria de la Reserva Federal deja atrás su ciclo máximo y la inflación se enfría, aliviando la presión acumulada sobre las materias primas y las divisas emergentes; relación de intercambio que, en el caso de la Eurozona, y bajo un menor peso de la inflación importada y una terminación del ciclo monetario más tardío, se ubicaría en media entorno al 1,08 EUR/USD en 2023, y por encima del 1,10 EUR/USD en 2024, convergiendo en el largo plazo hacia el rango de 1,15-1,20.

Escenario estresado

El escenario alternativo (*escenario estresado*), por su parte, plantea una senda de crecimiento que diverge respecto a la del escenario base, situándolo en niveles que colocan el crecimiento global de 2023 en una tasa en torno al 2%. El catalizador de este desempeño consiste en un resurgimiento de la inflación a corto plazo, impulsada por un nuevo desequilibrio entre oferta y demanda más prolongado de lo anticipado, y suficiente como para llevar a un endurecimiento de las condiciones financieras más punitivo y no descontado con anterioridad, el cual persistiría a lo largo de 2023 y parte de 2024. En reacción al impulso, el ciclo de crédito entraría en contracción, con una corrección del precio de los activos de riesgo y una aceleración de la transición hacia un marco de actividad económica que se inclina a la baja.

El *shock* que modeliza el *escenario estresado* mantiene unas tasas de inflación que elevan el promedio anual en 0,5 puntos porcentuales de

forma agregada y sostenida, aunque el impacto se centra en los mercados desarrollados, que concentran la mayor perdurabilidad de *shock*, frente al alza en las economías emergentes que afrontan una mecánica más transitoria. Como consecuencia, la política monetaria de los principales bancos centrales eleva el rango de los *tipos terminales* de forma más agresiva (100 puntos básicos), al tiempo que aceleran el ritmo de reducción de balance para prevenir de un cambio en las expectativas de inflación. La política fiscal, por su parte, permanece inactiva, sin retomar el papel amortiguador de *shocks* anteriores, evitando así eventos de dominancia fiscal que exacerben el cambio de las condiciones financieras.

La translación a los mercados financieros establece un entorno de volatilidad implícita elevada (40 puntos, en términos del VIX), con un retroceso de los mercados de renta variable de más del 15%, una profundización de inversión en las curvas de tipos de interés (liderado por el repunte de los tramos cortos que no se traslada al resto de la curva), la ampliación de los diferenciales de crédito y correcciones en el mercado inmobiliario superiores al 10%. En materia de divisas, el dólar estadounidense recuperaría su fortaleza frente al resto de las monedas (aunque su tasa de cambio se mantiene por encima de la paridad frente al euro), siendo más abrupto en las divisas emergentes, especialmente en las que sostienen vulnerabilidades estructurales.

Por último, en materia de actividad económica, los efectos de segundo orden del *shock* previsto en el *escenario estresado* erosionan tanto los balances de los agentes económicos como su poder adquisitivo, el cual se deteriora más profundamente (no se modela escudo fiscal ni revaluación de las compensaciones salariales) provocando una demanda más débil que concatena tanto los efectos del rezago de la política monetaria de forma más abrupta, como un impacto más prolongado y duradero al extenderse sobre el consumo y el crédito durante parte de 2024.

1.1.4 Balance de riesgos

Respecto a las perspectivas hacia el resto de 2023, es necesario destacar un conjunto de posibles detonantes adicionales para la economía global, los cuales se ilustran en el mapa de riesgos que se presenta en la Gráfica 1.1.4.

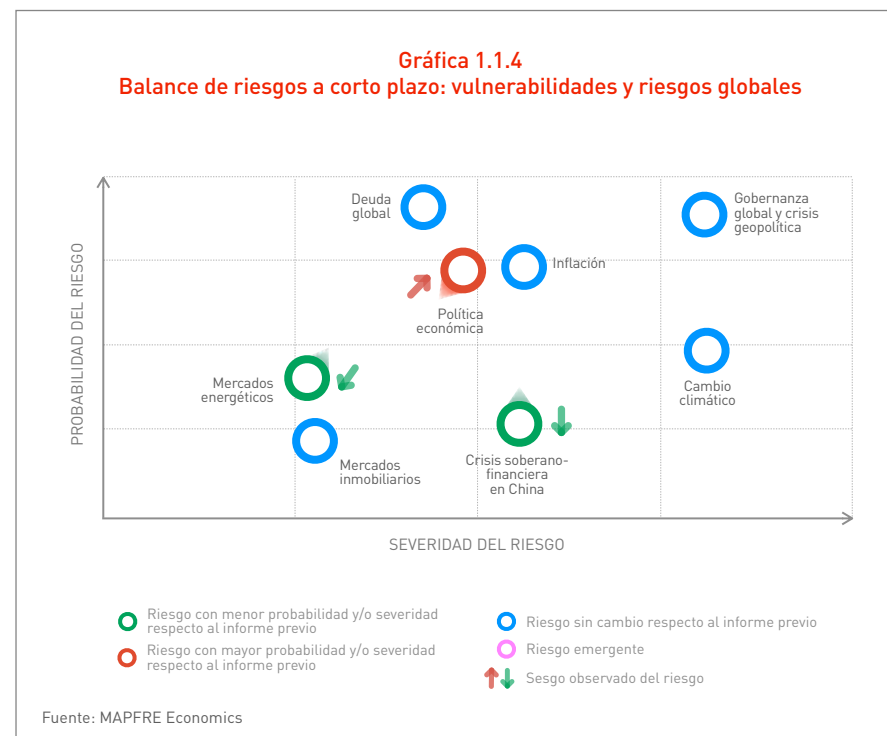
Gobernanza global y crisis geopolítica

La situación geopolítica global en el primer trimestre del año ha consolidado algunas dinámicas relevantes que posiblemente definirán su evolución de la década actual. En primer término, la crisis en Ucrania no encuentra una solución pragmática ni bajo el plan de paz chino. En este contexto, la guerra continúa. Estados Unidos ha anunciado un paquete de ayuda de 2.600 millones de dólares y, por otro, Finlandia ha superado el último obstáculo para ingresar en la OTAN, al ratificar el Parlamento turco por unanimidad su adhesión, lo que convierte a Finlandia en miembro oficial. También se espera que Suecia ingrese en la OTAN este verano, en tanto que los esfuerzos de Polonia y los países bálticos por acelerar el ingreso de Ucrania se han topado con las reticencias de Estados Unidos, Alemania y Hungría. Este desarrollo de acontecimientos pareciera haber eliminado cualquier atisbo de pacificación concertada, como inicialmente se estaba promoviendo con China al frente. Más aún, el presidente bielorruso, Alexandr Lukashenko, confirmó los informes según los cuales las armas nucleares rusas podrían estar de camino a Minsk, lo que aumenta la preocupación por la situación en la región.

Por otra parte, las tensiones entre Taiwán y China han aumentado. En la reciente visita de la presidenta taiwanesa, Tsai Ing-wen, al Congreso estadounidense, se hizo hincapié en la necesidad de una formación militar en caso de un ataque chino. Con ello, la tensión entre Estados Unidos y China recibe una nueva vuelta de tuerca, alimentada por los 19.000 millones de dólares de apoyo para la adquisición de armas, incluidos

HIMARS, F-16, Javelins, Stingers y Harpoons, lo que ha provocado la condena de China.

En cuanto a Europa, la región se encuentra sumida entre un reseteo de liderazgo y relaciones, que afecta varios frentes. Por un lado, la relación con Estados Unidos ante la respuesta a la Inflation Reduction Act (IRA). Por otro, el conflicto bélico en Ucrania, enquistado con la escalada de material militar en la intervención, el rechazo de Rusia por la reciente ampliación de la OTAN y el escrutinio de nuevas sanciones. Y, finalmente, el tímido acercamiento hacia China que podría llevar a una paralización



del Comprehensive Agreement on Investment (CAI), el cual fue excluido de las conversaciones más recientes.

Por otra parte, la situación en Oriente Medio tiene dos lecturas complementarias. De un lado, las amplias tensiones internas y externas de Israel ponen de manifiesto la fragilidad de su posición en la región y la ausencia de su principal apoyo, Estados Unidos. Y, de otro, China que se erige poco a poco para cubrir el espacio que está dejando Estados Unidos en la región. En este sentido, en un sorprendente movimiento, China medió en un acuerdo entre Irán y Arabia Saudita, lo que causó preocupación entre los expertos en seguridad nacional estadounidense.

El tema de la ciberseguridad, por su parte, sigue siendo una de las principales preocupaciones globales. El nerviosismo se ha seguido incrementando ante la sospecha de que Corea del Norte esté intentando un ciberataque al estilo de SolarWinds⁸. No obstante, la información al respecto sigue siendo limitada y parcial.

Por último, como novedad entre los riesgos geopolíticos de largo plazo, está la emergencia de la inteligencia artificial (IA). Este tema ha ganado exponencialmente relevancia con su despliegue y adopción generalizada en diversos ámbitos como la economía, la seguridad y la defensa. La IA plantea desafíos significativos sobre la seguridad y privacidad de los datos, la ética en su uso y los sesgos y la competencia por la supremacía tecnológica entre países. La IA también tiene implicaciones en el ámbito laboral y social, lo que puede tener un impacto en la estabilidad y equidad globales. En la actualidad son muchas las voces que claman por frenar, al menos temporalmente, el entrenamiento de la IA para evitar posibles riesgos. En este sentido, Italia ha prohibido el célebre ChatGPT, un modelo lingüístico de IA desarrollado por OpenAI, a partir del Reglamento General de Protección de Datos (GDPR), lo que podría tener implicaciones para el futuro de la IA en Europa. Asimismo, los grupos de consumidores de la Unión Europea exigen una investigación sobre ChatGPT, y sobre si el GDPR se utiliza para regular la IA, lo que podría

sentar un precedente para que las normas de protección de datos se apliquen a la IA, afectando con ello a los gigantes tecnológicos como Google, Microsoft y Meta. Estados Unidos, por su parte, está estudiando medidas para hacer frente a posibles amenazas tecnológicas extranjeras a través de la IA, con la presentación de la Ley RESTRICT. Esta ley otorgaría al gobierno estadounidense la capacidad de adoptar diversas medidas, desde normas de transparencia hasta prohibiciones, si se identifica una amenaza para la seguridad nacional. El primer caso de uso en este mecanismo está siendo el análisis de la influencia de TikTok en el país.

Deuda global

Al cierre de 2022, la deuda global disminuyó en 4 billones de dólares hasta situarse en torno a 300 billones de dólares; con relación al producto interior bruto (PIB), la cifra alcanzó el 337,3%, en torno a 25 puntos porcentuales (pp) por debajo de su máximo de 2021. Frente a 2021, en los mercados desarrollados la disminución con relación al PIB fue de 20 pp, liderada por gobiernos (-10 pp) y empresas financieras (-5 pp), frente al -3 pp y -2 pp de empresas no financieras y hogares, respectivamente. En el caso de los mercados emergentes, sin embargo, se constató un incremento del ratio de endeudamiento de 1,9 pp sobre el PIB, en buena medida por el mayor endeudamiento de las empresas no financieras (1,9 pp) y en menor medida por gobiernos (0,7 pp), así como por el aumento de los costes de endeudamiento y la depreciación acumulada de las divisas frente al dólar. En el caso de China, el ratio de endeudamiento volvió a registrar nuevos máximos históricos al alcanzar un 346,3% del PIB. Las contribuciones al incremento de dicho ratio siguen registrándose en todos los sectores y, en mayor medida, en las empresas no financieras y gobierno (6,6 pp y 4,8 pp, respectivamente), en gran parte debido a las necesidades de financiación durante el largo periodo de restricciones por el Covid-19 y la desaceleración económica del país.

A pesar de la reducción del *stock* de deuda registrado a lo largo de 2022, la deuda global se mantuvo por encima de los niveles previos a la pandemia. Ello se ha debido a la continuación de la expansión económica, el elevado entorno de inflación (como efecto dilución), una dinámica más prudente de los agentes dada la elevada incertidumbre, el cambio de ciclo monetario caracterizado por tipos más altos y la reversión de balances de los principales bancos centrales. Si bien la dinámica se espera que continúe siendo positiva, los recientes eventos en los mercados de bonos muestran la mayor sensibilidad de los inversores al deterioro de los fundamentales, priorizando aquellas sendas de estabilidad factibles y sostenibles en el tiempo. De igual forma, la necesidad de recuperar un nuevo margen de actuación ante necesidades contra-cíclicas suponen un incentivo adicional para mantener la senda de consolidación.

Política económica

La dicotomía entre estabilidad de precios y estabilidad financiera se hace cada vez más evidente, en especial a medida que el signo restrictivo de la política monetaria se acerca a su máximo, la estabilidad de precios consolida las señales de remisión en la inflación y los efectos de la política monetaria, aunque rezagados, activan las fragilidades en el sistema financiero. En líneas generales, y contando con que los tipos de interés reales positivos irán ganando terreno de forma generalizada en los próximos meses, se aleja la posibilidad de endurecimientos adicionales y se espera que la cautela se imponga, sosteniendo por un tiempo las condiciones financieras actuales.

No obstante, los riesgos se encuentran sesgados tanto al alza (una mayor inflación en el corto plazo que lleve a un endurecimiento de las condiciones financieras no anticipado) como a la baja (una inclinación de la actividad hacia un escenario macroeconómico menos benigno o un accidente financiero más amplio). En ambos casos, los retrasos asociados con la política monetaria añaden cierta impaciencia en torno a qué tan fluida es su transmisión y qué tan certero es su impacto en los diferentes

canales. Esto se debe a que su influencia en la demanda viene siendo menos acertada (evidente a partir de los datos de actividad y empleo), y a que sus consecuencias en el ciclo de crédito pueden responder de manera no lineal y trasladarse rápidamente a la economía real vía endurecimiento adicional de las condiciones financieras detonando un “*aterrizaje fuerte*”. Todo ello se encuentra reflejado en una curva de rendimiento que permanece profundamente invertida, así como en una volatilidad combinada tanto en los *tipos terminales* del extremo corto de la curva como en los tramos medios y largos, que determinan cómo el impulso hacia cualquiera de los escenarios propuestos podría catalizarse con relativa fluidez.

Crisis soberano-financiera en China

A medida que la reapertura de la economía china continúa ganando tracción, se espera que el crecimiento económico se acelere gracias al gasto de los consumidores, liderado por un repunte en los servicios (principalmente los sensibles al Covid-19), respaldados por el ahorro acumulado durante el prolongado periodo de restricciones, la continuación del positivo impulso de la producción industrial favorecido por un *mix* energético más intensivo en carbón y petróleo ruso, que contrapesa los efectos de la aceleración de la actividad interna y permita mantener unas tasas de inflación dentro del rango. En consecuencia, la política monetaria del banco central podría continuar siendo acomodaticia y enfocada a la recuperación de la actividad económica, en línea con las últimas decisiones de recorte del coeficiente de reserva obligatoria e inyecciones de liquidez, lo que podría suponer un catalizador positivo para la entrada de futuros flujos de cartera, favoreciendo la divisa local. Por último, en lo que respecta al mercado inmobiliario, si bien el ciclo a la baja y la incertidumbre continúan en curso, signos tempranos de estabilización en transacciones, precios e indicadores de clima comienzan a reflejar las continuas medidas de flexibilización de la vivienda acometidas por el gobierno, aunque por el momento siguen siendo precarias para eliminar el riesgo de cola asociado.

Cambio climático

Los efectos del cambio climático continúan evidenciándose en todo el mundo materializándose bajo la forma tanto de *pérdidas* (2022 fue el segundo año consecutivo en el que los daños asegurados superan la marca de los 100.000 millones de dólares) como de *incertidumbre* a través de los diferentes canales (evolución, mitigación y transición entre otros), involucrando a reguladores micro y macroprudenciales. Ello pone en riesgo la estabilidad del propio sector financiero de forma tanto *directa* (cadenas de eventos mediante los cuales los factores de riesgo climático afectan a las exposiciones y contrapartes) como *indirecta* (efectos de valoración sobre los activos financieros, subyacentes y coberturas).

Inflación

Los datos más recientes de inflación continúan constatando una moderación de la inflación de forma generalizada, impulsada principalmente por la caída en los precios de la energía y otras materias primas, precios de la vivienda moderándose, precios de bienes contenidos y el efecto base. Por el contrario, la pujanza de los precios en el sector servicios permanece aún al alza. Si bien esta moderación es positiva, evidenciando que lo peor parece haber quedado atrás, las lecturas subyacentes continúan mostrando una dinámica más inflexiva.

A pesar de ello, las tasas de inflación siguen estando por encima de los objetivos de los bancos centrales, sujetas a cierta errática (los componentes más volátiles suponen en este momento un mayor contrapeso), y los riesgos siguen ligados a la incertidumbre actual. Cabe enfatizar que los sesgos al alza siguen anclados: (i) al desarrollo de los acontecimientos geopolíticos, al incierto panorama energético y a la transición energética; (ii) al comportamiento del precio de las materias primas ante la reapertura China (tras los últimos datos de precios al consumidor y al productor existe la posibilidad de un mayor estímulo para acelerar la puesta en marcha de la economía); (iii) los efectos de

segunda ronda, principalmente en Estados Unidos y en menor medida en Europa, dada la resiliencia de los últimos datos económicos y las tensiones del mercado laboral; (iv) una política fiscal moderándose, pero aún con déficits presupuestarios abultados, y (v) la correcta transmisión de una política monetaria, cuyos efectos aún no han terminado de impactar.

Mercados inmobiliarios

Las perspectivas del mercado inmobiliario continúan deteriorándose a medida que el cambio en la política monetaria se asienta sobre unos tipos de interés ya en territorio restrictivo, debilitando tanto la demanda de crédito por el lado del consumidor, como el apetito por el riesgo del lado inversor, conduciendo hacia un reequilibrio de valoraciones más ajustadas que se viene consolidando desde finales de 2022⁹. Destaca la corrección en gran parte de las economías desarrolladas, liderando el ajuste en precios Canadá, Australia, Suiza, Estados Unidos o Reino Unido, entre otros.

Si bien la corrección se anticipa como moderada, por una oferta limitada y una política de riesgos más ajustada (tanto el nivel de sobrevaloración inicial de algunos mercados, como los efectos en la pérdida de poder adquisitivo y el menor acceso al crédito), continuará marcando un punto de equilibrio más contenido. A su vez, si bien el sector inmobiliario residencial muestra una senda de normalización contenida por estas dinámicas, el sector inmobiliario comercial se enfrenta a vientos en contra más prolongados (mayor teletrabajo, comercio online, transacciones por debajo de tendencia y dinámicas previas al Covid-19 no recuperadas). A su vez, y dadas las recientes turbulencias en el sectorial bancario, el riesgo de un impacto adicional en la dinámica del crédito con un endurecimiento más pronunciado se evidencia como una vulnerabilidad adicional que podría amplificar la corrección en curso.

Mercados energéticos

Desde comienzos de 2023, los mercados energéticos han continuado liberando la tensión acumulada a raíz del *shock* geopolítico, a pesar de su persistencia en el tiempo. Los factores de esta normalización se apoyan en una menor demanda global, principalmente en las economías desarrolladas, destacando el fenómeno de altas temperaturas invernales en Europa que, sumado a las políticas de apoyo, los planes de eficiencia energética y la diversificación de fuentes de suministro, han permitido sostener unos niveles de almacenamiento de gas superiores al promedio histórico. En el continente asiático, por su parte, los flujos de Rusia han continuado favoreciendo a la región, destacando los casos de India (favorecida por las operaciones de refinación y exportaciones a Europa) y de China, cuya reapertura ha continuado progresando positivamente, aunque sin presiones trasladadas a los precios de los insumos y apoyándose en las importaciones de Rusia (2 millones de b/d en febrero), la acumulación de inventarios y la todavía baja actividad industrial e incompleta recuperación de la movilidad y el consumo.

A pesar de ello, es probable que los riesgos de cola perduren en el tiempo de forma estructural ligados a la transición energética en curso, a la necesidad de guardar la seguridad del suministro y la carrera por liderar la propiedad de la nueva industria. Esta competencia, manifiesta a través del “proteccionismo verde” estadounidense bajo la Inflation Reduction Act (IRA), el Green New Deal europeo y el estrecho control de China sobre la producción de muchos insumos estratégicos, continuará generando tensiones adicionales a las ya latentes en los mercados de energías tradicionales afectados por la escasez de oferta, la baja inversión y una producción sujeta a un marco geopolítico cada más adverso. Por otro lado, y tras las recientes decisiones de la OPEC, la durabilidad de la disminución de la inflación puede cuestionarse si los países productores de petróleo están decididos a sostener unos precios del petróleo elevados, prolongando así la tensión en los mercados energéticos.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

El sector inmobiliario comercial y la contracción de crédito, dos áreas a vigilar.

La economía de los Estados Unidos ha crecido un 2,1% en 2022, con un 0,9% a/a en el último trimestre del año, lo que es evidencia de una visible desaceleración. El consumo ha empezado a perder dinamismo, con un 1,8% a/a en el cuarto trimestre de 2022, sumando dos trimestres con contracciones inter-trimestrales. También la inversión se desacelera, con un 0,7% a/a, y tenderá a perder dinamismo a medida que los costes de financiación aumentan y las condiciones de crédito se endurecen. Por su parte, las exportaciones crecieron al 7,2% a/a, y las importaciones un 8,2% a/a. Así, la balanza comercial se ha deteriorado enormemente desde 2020, así como la de cuenta corriente, la cual ha llegado a un déficit del -3,7% en 2022.

El desempleo repuntó dos décimas en febrero, hasta 3,6%, hecho que se ajusta con las frecuentes noticias de despidos, empezando por el sector

Estados Unidos

- La actividad económica se sostiene en la medida en que las familias están gastando los ahorros creados durante la pandemia.
- El sector inmobiliario comercial y residencial sufrirán con los tipos de interés más altos.
- La contracción del crédito será un efecto relevante del endurecimiento monetario.
- Se ha ajustado la previsión de crecimiento de la economía estadounidense al 1,0% en 2023 y al 0,7% en 2024.

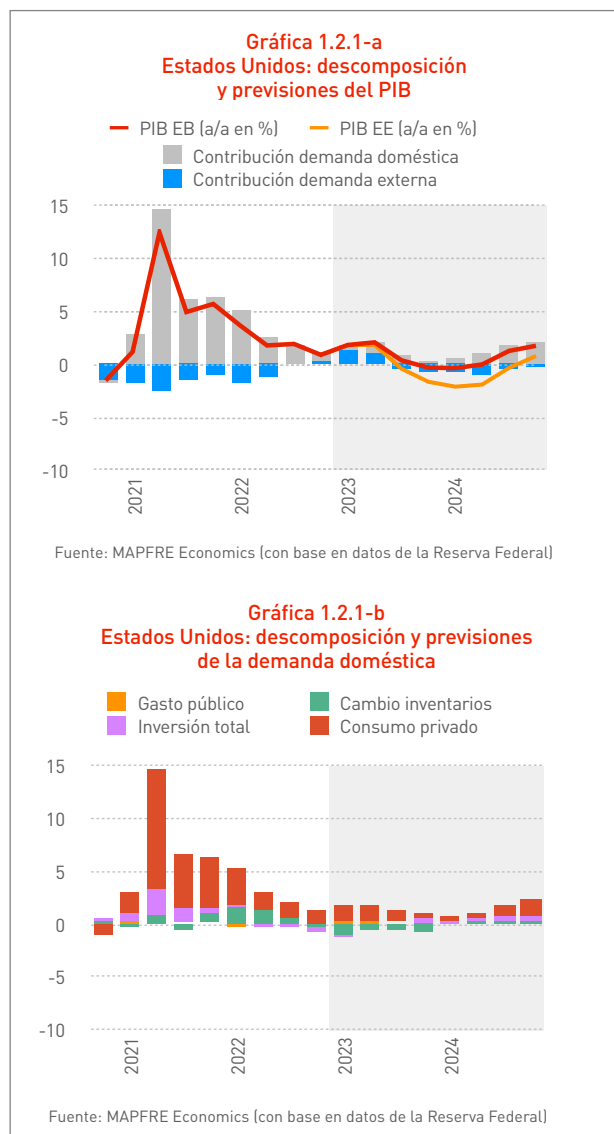


Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	2,9	2,3	-2,8	5,9	2,1	1,0	0,7	0,4	-0,9
Contribución de la demanda doméstica	3,3	2,4	-2,7	7,3	2,5	0,7	1,4	0,0	-0,4
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,1	-0,2	-1,7	-0,6	0,3	-0,6	0,3	-0,4
Contribución del consumo privado	2,0	1,4	-2,1	5,7	1,9	1,1	0,8	0,7	-0,2
Contribución de la inversión total	1,0	0,6	-0,3	1,2	-0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,2
Contribución del gasto público	0,2	0,5	0,3	0,2	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0
Consumo privado (% a/a)	2,9	2,0	-3,0	8,3	2,8	1,5	1,1	0,9	-0,2
Gasto público (% a/a)	1,2	3,4	2,2	1,3	-0,2	1,4	0,3	1,4	0,3
Inversión total (% a/a)	4,7	2,6	-1,2	5,7	-0,5	0,6	2,0	-0,5	-1,2
Exportaciones (% a/a)	2,8	0,5	-13,2	6,1	7,2	-1,2	2,9	-1,7	1,5
Importaciones (% a/a)	4,2	1,1	-9,0	14,1	8,2	-2,1	4,9	-2,8	2,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,8	3,6	6,8	4,2	3,6	5,0	5,1	5,2	5,7
Inflación (% a/a, media)	2,4	1,8	1,3	4,7	8,0	4,1	2,9	4,6	2,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,2	2,0	1,2	6,8	7,1	3,3	2,6	3,6	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-6,0	-6,6	-14,8	-12,0	-4,5	-5,1	-5,7	-5,3	-6,5
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,1	-2,9	-3,6	-3,7	-3,3	-3,6	-3,2	-3,3
Tipo de interés oficial (final período)	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	4,75	2,50	6,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	2,81	1,91	0,24	0,21	4,77	5,60	2,68	6,77	2,41
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,69	1,92	0,93	1,52	3,88	3,31	2,70	3,96	2,85
Tipo de cambio vs USD (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,08	1,11	1,07	1,10
Crédito privado (% a/a, media)	4,7	5,0	6,3	14,8	1,7	-3,1	3,6	-4,4	1,3
Crédito familias (% a/a, media)	3,5	3,0	3,4	6,5	6,9	3,4	5,9	2,9	4,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,1	6,6	8,8	3,2	9,4	5,1	2,8	5,1	2,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,9	2,4	6,8	4,3	10,0	4,5	1,3	4,5	1,1
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	7,6	8,8	16,8	11,9	3,7	3,9	4,4	4,1	5,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

tecnológico, pero alargándose a más sectores. El índice de indicadores adelantados de la *Conference Board* siguió empeorando y en febrero se ubicaba en -6,5, con caídas significativas en nuevos permisos de construcción, los mercados bursátiles y una pequeña caída (-1,9%) en las horas trabajadas. El indicador de confianza del consumidor relativo a expectativas ha mejorado ligeramente, desde los 70,4 puntos de febrero a los 73,0 en marzo, aunque se sitúa en niveles muy inferiores a los de 2018-2019. En el mercado inmobiliario residencial, el precio de las casas entró, en febrero, en territorio negativo, con un dato de reducción del -0,2%. Asimismo, los tipos de interés hipotecarios han subido del 3% de 2021 a más del 6%. El inmobiliario comercial también es un sector que sufrirá con mayores costes de refinanciación y menor demanda de espacios, en un momento en el que el teletrabajo ha ganado cierta tracción con el empuje que ha experimentado tras los confinamientos forzosos.

En cuanto a la previsión de actividad futura, las encuestas a los gestores de compras en marzo (PMIs) mejoran ligeramente. Así, el PMI compuesto se sitúa en 52,3 puntos, el manufacturero en 49,2 y el de servicios en 53,8. La explicación de estas mejoras tan tardías en el ciclo se encuentran en los efectos desfasados del largo período de expansiones monetarias y fiscales, que todavía están produciendo sus efectos en el consumo, el empleo (que sigue en máximos) y en los precios.

Conforme a este entorno general, se prevé que en 2023 la economía estadounidense crezca un 1,0% y entre en recesión en el primer trimestre de 2024 (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b). De hecho, la desaceleración comienza a advertirse en muchos sectores. El consumo no se ha desacelerado más porque las familias todavía están usando su capacidad de crédito y los ahorros acumulados durante la pandemia. No obstante, las condiciones de financiación más estrictas se manifestarán en los próximos trimestres en los niveles de consumo (el efecto buscado por el banco central para contener la inflación). Así, de cara a 2024, se

espera un crecimiento aún menor que este año, del 0,7%, siendo la desaceleración del crédito uno de los principales factores.

Por lo que se refiere a la inflación, el IPC se situó en un 5,0% en marzo, con la subyacente repuntando una décima hasta 5,6%. Por componentes, los precios de los alimentos en el hogar suben un 8,4% y en los restaurantes un 8,8%. Los combustibles de automoción bajan sustancialmente, un -17,3%, la electricidad sube un 10,2% y el gas para el hogar lo hace un 5,53%. En su reunión de marzo, la Reserva Federal ha subido los tipos de interés 25 puntos básicos (pbs) hasta alcanzar un 5,00%. Una subida de compromiso, después de la crisis desatada en los bancos regionales, que ha levantado temores sobre la salud de todo el sector. Esa subida cumplió con las expectativas de mercado, que se habían ido ajustando a la baja abruptamente en los días previos. Una parada en la subida de tipos de interés habría levantado más sospechas sobre la salud del sector bancario, mientras que una mayor subida hubiese generado también una alta tensión en los mercados financieros. Así, la Reserva Federal mantiene su postura de seguir combatiendo la inflación, y para ello apunta que “algún grado de firmeza adicional en tipos de interés será apropiado”. Además, seguirá reduciendo su tenencia de valores del Tesoro y de deuda, así como de valores respaldados por hipotecas. Por otra parte, con relación a la crisis bancaria, aunque el caso del Silicon Valley Bank tenía cierta idiosincrasia por fallos en la gestión de riesgo, las minusvalías no realizadas en bonos son comunes a más bancos. En este sentido, el fondo de garantía de depósitos, el Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), ha revelado en sus estadísticas que los bancos acumulan 620 millones de dólares en minusvalías no realizadas.

Los riesgos en estos momentos para la economía de los Estados Unidos se centran en las preocupaciones sobre el sector bancario, si bien la Reserva Federal y el Tesoro ya se han comprometido a proveer la liquidez que haga falta al mismo. No obstante, el endurecimiento monetario, por su propio mecanismo de transmisión, se va a reflejar en una restricción del crédito bancario, y ello, a su vez, en una desaceleración económica. En

el caso que la crisis bancaria vuelva a agudizarse, la Reserva Federal tendrá que optar entre el combate a la inflación y nuevas inyecciones de liquidez, un dilema difícil de resolver. Por otro lado, a nivel geopolítico, se observa que una serie de países, liderados por los BRICS (Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica), están pensando en comenzar a ejercer comercio internacional en sus propias monedas, en detrimento del dólar. Más aún, China, el mayor tenedor extranjero de bonos estadounidenses, lleva 8 años reduciendo su tenencias de estos instrumentos financieros, habiendo reducido su *stock* en un -30%.

1.2.2 Eurozona

Un delicado equilibrio entre condiciones financieras restrictivas y riesgo sistémico.

La Eurozona creció en 2022 un 3,5%, con un cuarto trimestre en desaceleración (0,0% t/t y 1,8% a/a), la cual se advirtió especialmente en el consumo privado (-0,9%t/t y 1,2% a/a). Por su parte, la inversión (3,7% a/a) y las exportaciones (7,2% a/a) se han comportado más favorablemente. De cara a los primeros dos trimestres de 2023, las perspectivas han tornado más positivas respecto a lo que se preveía hace unos meses, con algunos indicadores mejorando debido a la visible bajada de los costes de la energía y a cierta normalización de las

Eurozona

- El endurecimiento de las condiciones financieras mermará los niveles de oferta.
- El Banco Central Europeo sostiene que cuenta con herramientas suficientes para resolver el dilema entre condiciones financieras restrictivas y riesgo sistémico.
- Las perspectivas son mejores que hace unos meses por la bajada en los precios de la energía.
- La previsión de crecimiento de la Eurozona se ha ajustado al 0,6% en 2023 y al 1,3% en 2024.

cadena de producción. Mientras que estas mejoras apuntan a que se evite la recesión, la reciente volatilidad en los mercados, junto con el efecto de endurecimiento de las condiciones financieras, que actúan con desfase, hace que el optimismo aún esté contenido por un margen de incertidumbre.

Las encuestas PMIs de marzo indican una mejora en el indicador compuesto (54,1 puntos) y en el de servicios (55,6), pero un empeoramiento en el manufacturero (47,1), en tanto que la confianza del consumidor sigue en negativo, situándose en -19,2 puntos. La encuesta a la industria también empeora (en 0,5 puntos) por las bajadas en pedidos totales y en pedidos de exportación. Las ventas al por menor están en contracción, con un -3,5% a/a (marzo) y un -0,8% m/m. El dinamismo de la producción industrial se mantiene, pero hay varios subgrupos en contracción: sector energético (-7,6%), bienes intermedios (-5,3%) y bienes duraderos (-0,6%). Las ventas de automóviles están tratando de recuperar terreno (+11,6%), después de año y medio con cuellos de botella en las cadenas de producción y a una demanda que se ha acumulado durante este periodo.

La balanza comercial en enero se mantenía en déficits históricos, superando los -329 millardos de euros, y no tiene visos de solucionarse mientras no se resuelva el problema energético. A Europa le preocupa también el nuevo plan estadounidense, la Inflation Reduction Act, en el que se prevé apoyo económico a sus empresas, lo que podría desfavorecer la competitividad de las empresas europeas, en un momento en que los costes energéticos ya son una preocupación. La balanza por cuenta corriente se sitúa en -0,7% del PIB.

En general, las perspectivas de recesión se han alejado, gracias a la mejora de indicadores en los últimos meses. Por ello, se prevé un crecimiento del 0,6% para 2023 y 1,3% en 2024 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b). No obstante, estas previsiones pueden variar por la existencia de muchas incertidumbres, especialmente en lo relativo a las tensiones recientes en el sector financiero y en los mercados de

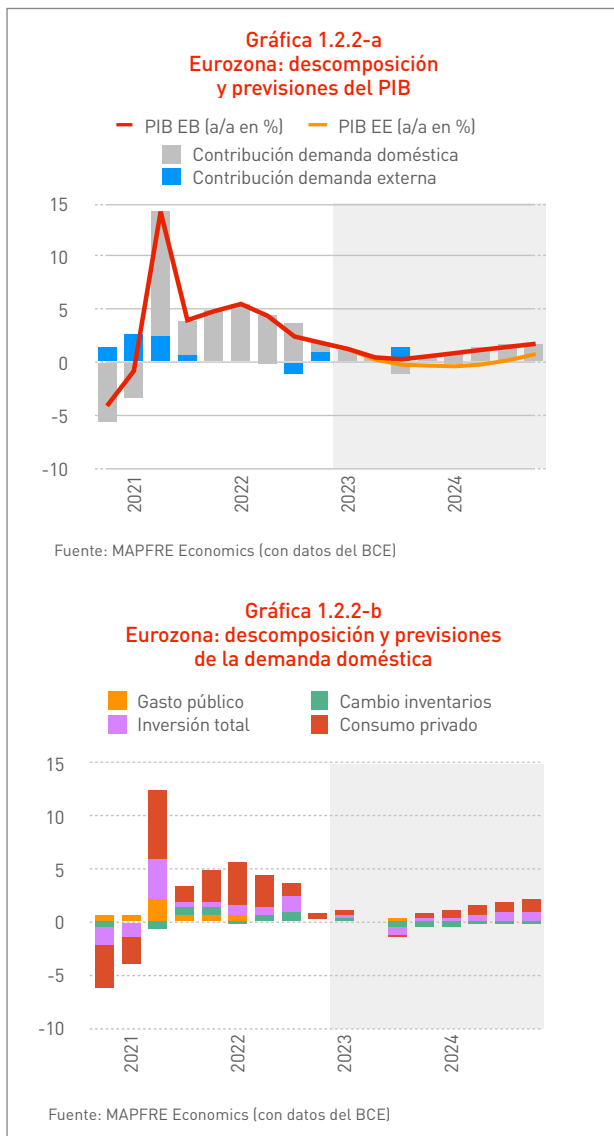
Tabla 1.2.2

Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	1,8	1,6	-6,3	5,3	3,5	0,6	1,3	0,2	0,1
Contribución de la demanda doméstica	1,7	2,4	-5,7	4,0	3,6	0,2	1,4	-0,2	0,1
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,8	-0,5	1,3	-0,1	0,5	0,0	0,5	0,0
Contribución del consumo privado	0,8	0,7	-4,2	1,9	2,2	0,2	1,0	0,0	0,5
Contribución de la inversión total	0,6	1,4	-1,4	0,9	0,8	-0,1	0,5	-0,3	-0,1
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,2	0,9	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,4	-7,8	3,7	4,3	0,3	1,9	0,0	0,9
Gasto público (% a/a)	1,0	1,7	1,0	4,3	1,1	1,1	0,7	1,1	0,7
Inversión total (% a/a)	3,2	6,7	-6,4	3,9	3,8	-0,4	2,4	-1,4	-0,3
Exportaciones (% a/a)	3,6	2,9	-9,2	10,5	7,2	2,0	3,1	1,6	1,8
Importaciones (% a/a)	3,8	4,9	-8,7	8,3	8,0	1,1	3,4	0,7	2,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,9	7,5	8,3	7,1	6,7	6,9	6,9	7,1	7,5
Inflación (% a/a, media)	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	4,8	1,1	5,2	1,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,9	1,0	-0,3	4,6	10,0	1,7	1,1	2,3	1,2
Balance fiscal (% PIB)	-0,4	-0,6	-7,0	-5,1	-3,1	-3,6	-2,7	-3,8	-3,4
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,0	-5,5	-3,3	-1,4	-2,0	-1,2	-2,2	-1,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,9	2,4	1,6	2,3	-0,8	1,3	1,4	1,2	1,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,00	2,50	4,25	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,88	1,88	4,88	1,88
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,17	0,32	-0,19	0,32	3,39	2,97	2,62	3,61	2,75
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,08	1,11	1,07	1,10
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,4	3,4	3,0	3,9	4,0	2,9	5,0	2,4	2,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,3	2,7	3,2	3,0	6,5	5,4	3,5	5,2	2,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,4	2,1	-1,1	0,0	7,9	2,9	1,2	2,9	1,0
Tasa de ahorro [% renta neta disp.,	12,5	13,2	19,8	17,9	13,7	13,8	13,6	13,8	14,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
 Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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



bonos, que después de un periodo de actuar de sector refugio vuelven a ver los rendimientos de los bonos soberanos subir.

La inflación, por su parte, se ha situado en 6,9% a/a en marzo, relajándose por los efectos de base y la bajada de costes energéticos. Asimismo, la inflación subyacente se mantiene obstinadamente arraigada y alcanzó los 5,7% a/a. Los precios de los alimentos suben un 17%, y en algunos países su crecimiento se acerca al 20%. Los combustibles ya han moderado las subidas y ahora están un 3,3% más altos que el año anterior. Los precios de los automóviles están un 8% más caros, los precios de los vuelos un 23% y los hoteles un 10%.

El Banco Central Europeo (BCE), en su reunión de marzo, subió los tipos en 50 pbs, de acuerdo con el guion preestablecido, dejando los tipos principales de financiación en 3,50% y el de depósito en 3,00%, a pesar de la tensión en el sistema financiero en los días previos. El Consejo de Gobierno del BCE considera necesario seguir subiendo los tipos de interés para conseguir reconducir la inflación de vuelta al objetivo del 2%, pero no se comprometió con futuras magnitudes de subidas, decisión que dependerá de los datos que vayan saliendo. El BCE está vigilando las tensiones en los mercados financieros y responderá como sea necesario para garantizar la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Preguntados sobre el dilema de atajar una u otra cosa, por el estrés que están generando las subidas de tipos de interés, el BCE ha indicado que cuenta con las herramientas necesarias para proveer el soporte de liquidez que haga falta y preservar una transmisión suave de la política monetaria.

De esta forma, se prevé que el BCE esté a 50 pbs de la *tasa terminal*, haciendo dos subidas de 25 pbs en mayo y en junio, para situar la *tasa terminal* en 4,00% (operaciones principales de financiación). Sin embargo, a nivel económico, esta deseada transmisión suave de la política monetaria actúa con rezago en las revisiones de los préstamos a interés variable, que tardan un año en revisarse completamente. Así que el

impacto en la economía todavía tardará en observarse. En cualquier caso, sería posible que el endurecimiento de las condiciones financieras pueda tener el efecto indeseado de restringir la oferta, agravando con ello el problema que se quiere atajar: la inflación.

En síntesis, las previsiones de actividad en la Eurozona han mejorado, pero no así los riesgos, ya que el estrés en el sector financiero no está solo relacionado con la gestión concreta de las exposiciones de determinados bancos. En los últimos 20 años, los bancos centrales han acostumbrado a los agentes económicos a tipos de interés bajos y la transición a un paradigma diferente puede que se haya producido demasiado rápidamente. Por otro lado, el problema energético no se ha solucionado completamente y las empresas tendrán que lidiar con costes más elevados, a lo que se añaden los mayores costes de financiación. La inflación podrá beneficiarse de los efectos de base positivos, pero, como se está observando en la subyacente, la revisión de precios por parte de los negocios ya está ampliamente extendida. A nivel geopolítico, no se perciben mejoras en el sentido de buscar la paz en Ucrania, sino que ambas partes están apostando por la victoria como única salida. La propuesta de China de intermediar en el conflicto no parece querer ser escuchada por el Occidente, dado que ya no ve a China como un participante neutral.

1.2.3 España

Mejores perspectivas que hace unos meses, aunque con una actividad económica en desaceleración.

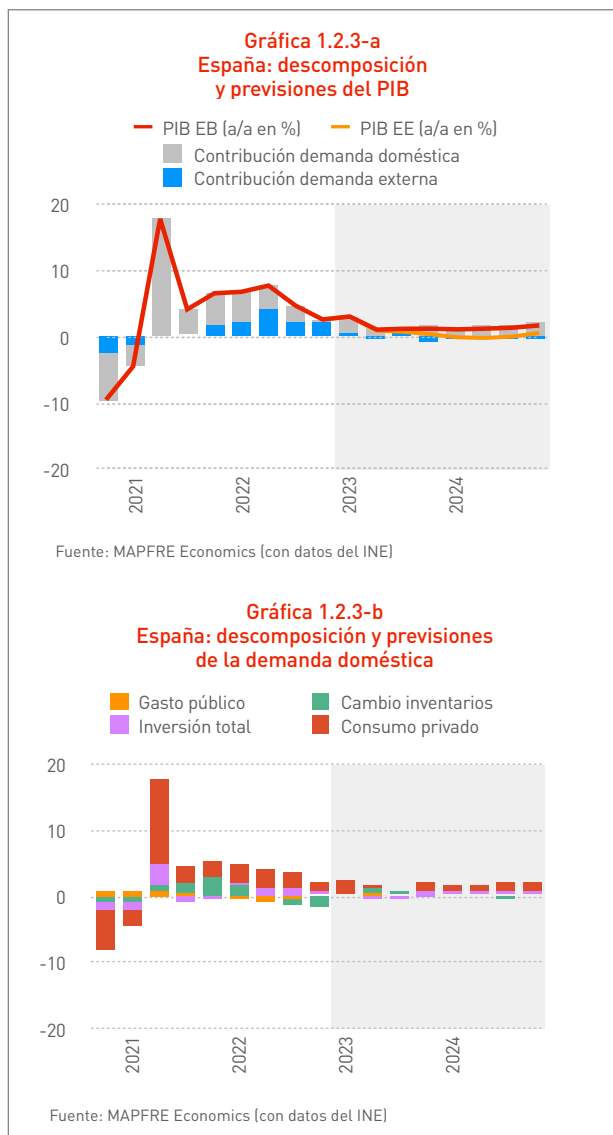
El desempeño económico en España se observa comparativamente mejor que en otros países europeos. En 2022, la economía española creció un 5,5% en la totalidad del año. En el cuarto trimestre, el dinamismo del PIB mostró un cierto debilitamiento (0,2% t/t y 2,6% a/a), debido al endurecimiento de las condiciones financieras para particulares y empresas. El consumo privado se contrajo un -1,8% t/t, aunque no en la compra

Tabla 1.2.3

España: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 _(p)	2024 _(p)	2023 _(p)	2024 _(p)
PIB (% a/a)	2,3	2,0	-11,3	5,5	5,5	1,7	1,4	1,3	0,1
Contribución de la demanda doméstica	2,9	1,6	-9,1	5,2	2,9	1,6	1,7	1,2	0,2
Contribución de la demanda externa	-0,6	0,4	-2,3	0,3	2,6	0,1	-0,3	0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	1,0	0,6	-7,0	3,4	2,4	0,9	1,0	0,7	0,2
Contribución de la inversión total	1,2	0,9	-1,9	0,2	0,8	0,0	0,6	-0,2	0,0
Contribución del gasto público	0,4	0,4	0,7	0,6	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,3
Consumo privado (% a/a)	1,7	1,1	-12,2	6,0	4,3	1,6	1,8	1,2	0,4
Gasto público (% a/a)	2,3	1,9	3,5	2,9	-0,9	1,9	1,5	1,9	1,5
Inversión total (% a/a)	6,3	4,5	-9,7	0,9	4,3	-0,2	3,0	-1,1	-0,1
Exportaciones (% a/a)	1,7	2,2	-19,9	14,4	14,9	2,3	1,5	2,0	0,4
Importaciones (% a/a)	3,9	1,3	-14,9	13,9	7,7	2,2	2,5	1,8	0,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	14,5	13,8	16,1	13,3	12,9	13,1	13,0	13,4	14,0
Inflación (% a/a, media)	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,7	2,5	4,0	1,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,7	0,4	-0,7	5,8	6,6	3,8	2,1	4,2	0,8
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-3,1	-10,1	-6,9	-4,0	-4,6	-3,8	-4,8	-4,5
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,2	-0,8	-7,9	-4,7	-1,7	-2,1	-1,2	-2,2	-1,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,9	2,1	0,6	0,9	0,8	1,3	1,3	1,1	1,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,00	2,50	4,25	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,88	1,88	4,88	1,88
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,42	0,47	0,06	0,60	3,66	3,39	3,09	4,08	3,32
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,08	1,11	1,07	1,10
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-0,3	-0,2	-1,0	0,1	1,0	2,5	2,5	2,0	0,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	0,0	2,0	3,5	2,2	2,3	3,0	1,6	-1,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,5	6,5	3,2	-1,0	-10,1	2,1	1,9	2,1	1,6
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,6	8,2	17,8	13,8	6,2	5,3	5,8	5,4	6,7

 Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
 Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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


de automóviles, que sigue recuperándose desde la crisis de falta de oferta (semi-conductores). El consumo público (+1,9% t/t) evoluciona de acuerdo con lo previsto y con el aumento del apoyo fiscal. Las exportaciones y las importaciones, por su parte, decrecen ambas, reflejo de la demanda externa e interna, pero la perspectiva para los próximos trimestres es de una moderada mejora.

En cuanto a los indicadores anticipados, los índices de gestores de compras (PMIs) de marzo están todos en territorio de expansión, con el compuesto en 58,2, el manufacturero en 51,3 y el de servicios en 59,4 puntos. El indicador de confianza del consumidor sigue negativo (-22,1), por la pérdida de poder adquisitivo de los salarios y el endurecimiento de las condiciones de financiación. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (99,5) está por debajo de los niveles de 2019, y la encuesta al sector minorista (1,4) revela cierta apatía, como era de esperar, mientras que las ventas al por menor se mantienen (+5,5% a/a en enero).

De esta forma, las perspectivas para la economía española han mejorado ligeramente en los últimos meses, gracias a la moderación de los costes energéticos y la normalización de las cadenas de producción. Así, la previsión es de un crecimiento del PIB del 1,7% en 2023, sin contracción en ningún trimestre, impulsado por una recuperación de las exportaciones

España

- España se encuentra comparativamente mejor que otras economías europeas.
- La previsión de crecimiento para 2023 mejora, situándose en 1,7%.
- El consumo se ha enfriado en el último trimestre de 2022 y sufre con el aumento del coste de vida.
- La inflación enfrenta problemas en seguir bajando, como lo demuestra el comportamiento de la subyacente.
- El evento del sector bancario internacional acelerará la transmisión de la política monetaria restrictiva.

netas y un razonable comportamiento del consumo dadas las circunstancias de inflación y altos costes financieros. Sin embargo, con la subida del Euribor, las familias con hipotecas verán su renta disponible mermada (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Por su parte, la inflación alcanzó el 3,3% en marzo, una bajada deseada, aunque la escalada de precios se añade a los 8,5% del mismo periodo del año anterior. La inflación subyacente sigue insistentemente al alza, en el 7,5%, resultado de que los agentes económicos acaban por tener que trasladar los mayores costes de sus insumos a los productos acabados. Los alimentos suben un 16,5% (marzo), mientras que los suministros energéticos para el hogar están bajando (-16,2%). Con relación a la inflación futura, las empresas están moderando las subidas salariales (a excepción del salario mínimo), mientras que las pensiones han acompañado al IPC. La inflación, aunque se beneficiará de efectos base, no experimentará un alivio más definitivo hasta que no se resuelva el problema energético, a la vez que los costes financieros más altos también acabarán repercutiendo en los precios de bienes y servicios.

Por lo que toca a los riesgos para la economía española, el reciente episodio en el sector bancario ha sido en cierta medida calmado por las intenciones del BCE de actuar con las herramientas que sean necesarias para evitar tensiones de liquidez, a la vez que mantiene su compromiso de combatir la inflación. Los mercados ponderan ahora un menor nivel terminal en los tipos de interés de los bancos centrales: 3,6% el de depósito del BCE al 14 de abril, versus 3,80% a principios de marzo. Lo que parece claro es que los propios bancos van a vigilar más estrechamente sus niveles de liquidez, lo que redundará en condiciones de crédito más estrictas, que al final es lo que pretende el BCE con la transmisión de una política monetaria más restrictiva. Respecto a los niveles de actividad, las perspectivas son mejores que hace unos meses y, en la ausencia de algún evento perturbador, el crecimiento seguirá su curso, aunque moderado por la pérdida de poder adquisitivo y un contexto exterior también en desaceleración.

1.2.4 Alemania

Perspectivas de actividad más positivas, aunque los problemas persisten.

El PIB alemán terminó 2022 con un crecimiento del 1,9%, aprovechando que los tres primeros trimestres todavía mantenían una buena inercia de crecimiento. Llegados al cuarto trimestre, se verificó una contracción trimestral de -0,4% t/t, aunque en términos interanuales todavía se situó en +0,9% a/a. El consumo se contrajo en el cuarto trimestre de 2022 (-1,0% t/t), igual que la inversión, -2,5% t/t, las exportaciones, -1,0% t/t, y las importaciones, -1,3% t/t, reflejando que la economía se encuentra en la fase de desaceleración que se venía previendo.

Alemania

- La inflación en Alemania sigue muy alta y enfrentará problemas para descender.
- El crecimiento seguirá mermado sin una solución al problema energético.
- Se ha ajustado la previsión de crecimiento: este sería nulo en 2023 y del 1,3 % en 2024.
- La emergencia de los riesgos en el sistema bancario internacional levantan nuevas dudas.

Los índices de gestores de compras (PMIs) de marzo mejoran, con el compuesto y el de servicios, 52,6 y 53,9 puntos, respectivamente, mientras que el manufacturero empeora, situándose en los 44,4 puntos. Por su parte, el de construcción, cayó a 42,9 desde los 48,6 puntos de febrero, apuntando a un mes más de contracción. Los pedidos de fábrica, indicador recopilado por el banco central, están un -11% por debajo del año anterior, siendo el sector químico y el metalúrgico los más afectados (un 20% por debajo del año anterior), mientras que el sector automóvil y el de electrónica son los que muestran menores caídas.

La confianza del consumidor se sitúa en niveles bajos (-30,5 en marzo), pero reaccionó positivamente desde los -42,8 de octubre, con las expectativas de ingresos muy negativas por la pérdida de poder adquisitivo real, factor que se ve reflejado en las expectativas económicas y en las intenciones de compra. Las ventas al por menor (-1,3% en febrero) están contrayéndose en prácticamente todas las rúbricas, especialmente en aquellas más afectadas por la inflación (alimentación, -10%, artículos para el hogar -8%, compras por internet -8%, centros comerciales, -10%).

De esta forma, para los próximos trimestres se espera una continuación de la desaceleración, especialmente del consumo, debido a la pérdida de poder adquisitivo y a las condiciones financieras más estrictas. Se prevé una contracción del PIB en el segundo y tercer trimestres, aunque menor a la que se esperaba hace unos meses, lo que se traduciría en una recesión breve y poco profunda. La encuesta a inversores ZEW de expectativas se redujo a 13 puntos en marzo desde los 28,1 de febrero.

En términos generales, las perspectivas para 2023 han mejorado marginalmente y ahora se espera una contracción solo en el segundo y tercer trimestre, compatible por tanto con una recesión corta, y salvando el año sin decrecimiento. Así, se prevé un crecimiento nulo del PIB alemán, al 0%, desde el -0,9% que se prevía en nuestro reporte anterior. Esto se debe a costes energéticos menores de los esperados, que a su vez provienen de una expectativa de desaceleración mundial (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

La inflación, por su parte, se mantiene alta, en el 7,4% (provisional) en marzo, con la armonizada (la que permite comparar entre países europeos) en el 7,8%. Por rúbricas, la alimentación sube un 22,3% (dato provisional de marzo), mientras que en las demás partidas (datos de febrero) los combustibles para uso particular se moderan a un 3,3%, mientras que el gas sigue un 52,5% más alto que el año anterior, la

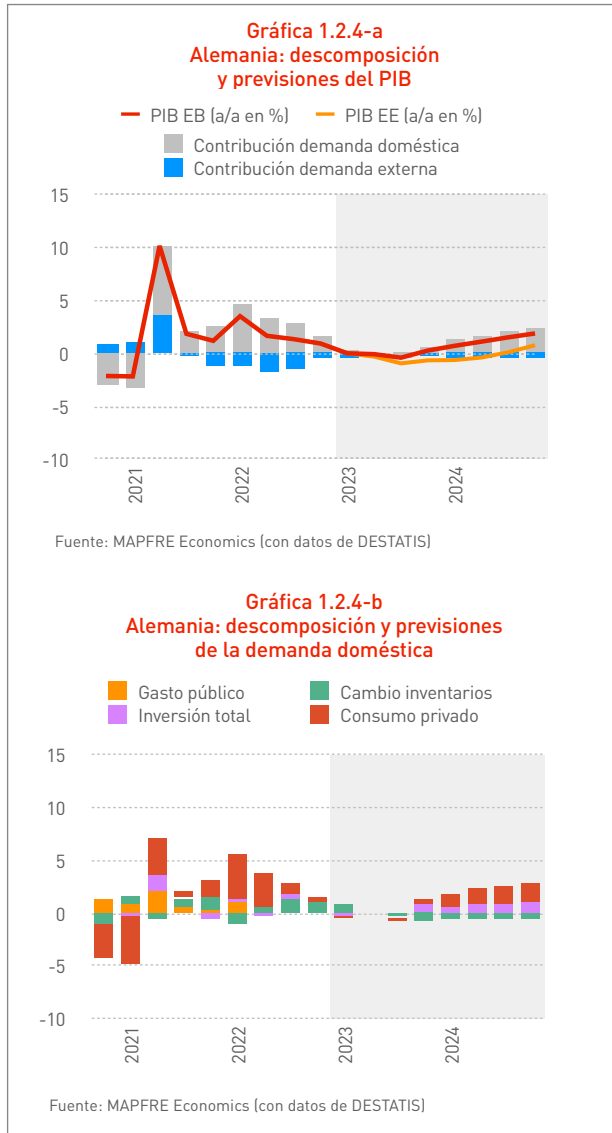


Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	1,0	1,1	-4,1	2,6	1,9	0,0	1,3	-0,5	0,0
Contribución de la demanda doméstica	1,6	1,7	-3,1	1,9	3,0	0,0	1,8	-0,4	0,5
Contribución de la demanda externa	-0,5	-0,6	-1,0	0,7	-1,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5
Contribución del consumo privado	0,8	0,9	-3,1	0,2	2,2	0,0	1,6	-0,1	1,1
Contribución de la inversión total	0,7	0,4	-0,6	0,2	0,1	0,1	0,7	-0,1	0,2
Contribución del gasto público	0,2	0,5	0,8	0,8	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,7	-5,9	0,4	4,4	0,0	3,1	-0,3	2,1
Gasto público (% a/a)	0,8	2,6	4,0	3,8	1,2	0,2	0,1	0,2	0,1
Inversión total (% a/a)	3,4	2,0	-3,0	1,0	0,6	0,5	3,6	-0,7	0,8
Exportaciones (% a/a)	2,4	1,3	-10,1	9,5	3,0	1,5	2,8	1,2	1,4
Importaciones (% a/a)	4,1	2,9	-9,1	8,9	6,1	1,9	4,1	1,4	2,7
Tasa de paro (% último trimestre)	5,0	5,0	6,1	5,3	5,5	5,3	5,1	5,5	5,8
Inflación (% a/a, media)	1,8	1,4	0,6	3,0	6,9	5,4	1,8	5,5	2,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,0	1,2	-0,1	4,7	8,7	2,0	2,3	2,1	-0,2
Balance fiscal (% PIB)	1,9	1,5	-4,3	-3,7	-2,6	-3,2	-2,0	-3,3	-2,7
Balance fiscal primario (% PIB)	2,8	2,3	-3,7	-3,1	-2,1	-2,5	-1,3	-2,6	-1,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,1	7,7	6,9	7,4	3,8	5,2	4,7	5,2	4,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,00	2,50	4,25	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,88	1,88	4,88	1,88
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,25	-0,19	-0,58	-0,18	2,57	2,30	2,01	2,85	2,05
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,08	1,11	1,07	1,10
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,4	4,6	4,3	5,1	4,9	5,5	9,3	4,7	5,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,9	4,6	4,4	2,7	7,7	5,8	3,4	5,8	3,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,9	11,6	10,2	8,5	13,8	1,8	1,6	1,7	1,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	11,2	10,7	16,6	15,3	11,5	11,4	11,4	11,5	11,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

electricidad un 23,1% y los vuelos un 24%. Estos últimos datos, al igual que en toda la Eurozona, sorprenden por no bajar más, cuando se esperaba que descendieran por efecto de base. Esto significa que los agentes económicos, empresas y trabajadores ya han empezado a reflejar los costes más altos en precios y demandas salariales, lo cual hace que la inflación se resista a bajar.

La economía alemana sufre de una inflación elevada, unos costes energéticos altos que le restan competitividad a su industria y unas condiciones financieras endureciéndose. Los salarios pierden poder adquisitivo y eso se refleja en las ventas al por menor. Las expectativas de moderación de la inflación se están desvaneciendo, a medida que se alarga en el tiempo los costes de energía altos y la inflación empieza con los efectos de segunda ronda (subida de salarios y subida de precios generalizada en los productos).

Para Alemania, un país altamente industrializado, un coste más alto de la energía que se alarga en el tiempo es muy negativo para la competitividad de sus industrias. De hecho, la balanza por cuenta corriente de toda la Unión Europea depende en gran medida del volumen de exportaciones netas de Alemania, así que una resolución urgente a los costes de energía altos es clave para toda la región.

Más recientemente, los riesgos para estabilidad financiera han aflorado debido al ciclo agresivo de subidas de tipos de interés, con los bancos centrales tratando de tranquilizar a los mercados, garantizando que hay instrumentos suficientes para sostener los niveles de liquidez en el sistema bancario. Las dudas sobre el sector bancario se han traducido en un renovado apetito por los bonos gubernamentales, que actúan como refugio sobre las dudas sobre el sector bancario.

1.2.5 Italia

Los indicadores económicos mejoran, pero las subidas de tipos de interés aumentan riesgo financiero.

El PIB italiano creció en 2022 un 3,8% (1,4% a/a en el cuarto trimestre), desafiando los pronósticos que preveían una desaceleración más acusada. En el último trimestre de 2022, el consumo dio muestras de debilidad ante la gradual pérdida de poder adquisitivo de las familias provocado por la subida de precios (+1,6% a/a y -1,6% t/t), en la medida en que los salarios han subido un 1,5%, mientras que la inflación se acercaba al 12% a finales de año. La inversión creció un +2,0% t/t, las exportaciones un +2,6% t/t y las importaciones decrecieron -1,7% t/t, básicamente por la relajación de los costes de la energía.

La producción industrial, por su parte, ha empezado bien el año (+1,4% a/a en enero), después de un 2022 volátil. Las ventas al por menor también han mejorado en enero (+0,7% a/a), mejorando en todas rúbricas excepto en ropa y ventas *on-line* (ambas con ligeras disminuciones). La confianza del consumidor mejoró en febrero hasta los 104 puntos, en tanto que los índices de gestores de compras de marzo (PMIs) también mejoran, con el compuesto en 55,2 puntos, el manufacturero en 51,1 y el de servicios en 55,7, mientras que el de construcción empeora hasta los 47,4 puntos.

Italia

- Los indicadores apuntan a que la economía italiana podrá escapar de la recesión.
- La previsión de crecimiento del PIB se ha elevado al 0,8% para 2023.
- La producción industrial mejora ligeramente y los costes energéticos bajan, aunque subsisten dudas a medio plazo.
- El amago de crisis en el sector bancario es un nuevo factor a tener en cuenta.

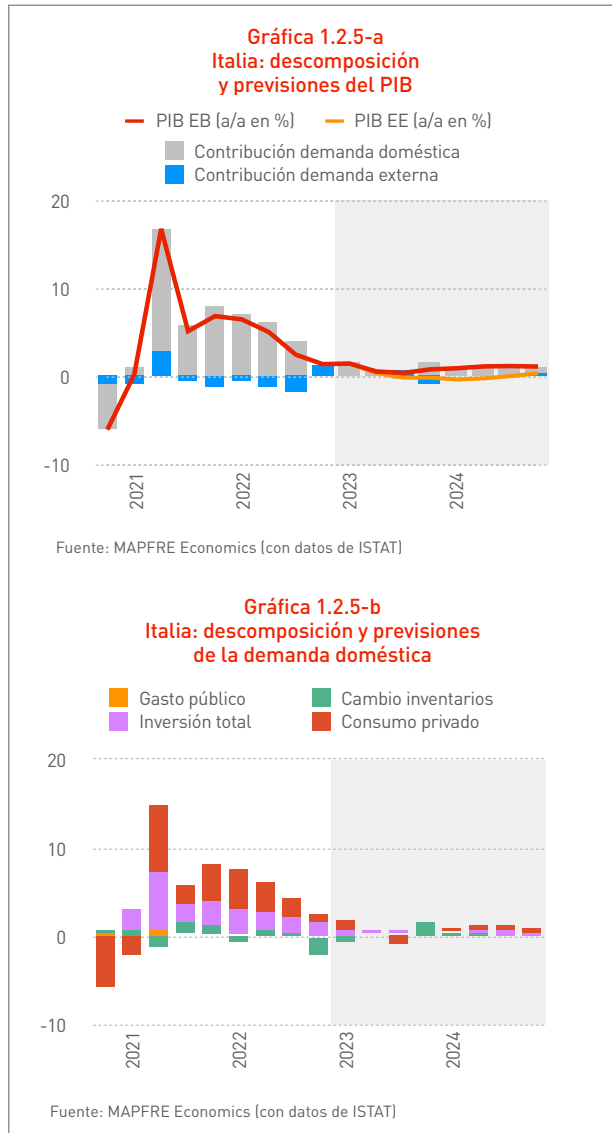


Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 _(p)	2024 _(p)	2023 _(p)	2024 _(p)
PIB (% a/a)	0,8	0,5	-9,0	7,0	3,8	0,8	1,1	0,4	0,0
Contribución de la demanda doméstica	1,1	-0,3	-8,2	7,0	4,3	0,8	1,0	0,4	-0,3
Contribución de la demanda externa	-0,3	0,7	-0,9	0,0	-0,5	0,0	0,1	0,0	0,3
Contribución del consumo privado	0,6	0,1	-6,3	2,8	2,7	0,1	0,5	-0,1	-0,1
Contribución de la inversión total	0,5	0,2	-1,5	3,4	2,0	0,3	0,4	0,1	-0,2
Contribución del gasto público	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,2	-0,1
Consumo privado (% a/a)	1,0	0,2	-10,4	4,7	4,6	0,2	0,9	-0,2	-0,2
Gasto público (% a/a)	0,1	-0,6	0,0	1,5	0,0	1,0	-0,4	1,0	-0,4
Inversión total (% a/a)	2,8	1,2	-8,0	18,6	9,7	1,5	1,7	0,5	-1,1
Exportaciones (% a/a)	1,6	1,8	-14,3	14,1	10,2	1,4	3,4	1,0	2,1
Importaciones (% a/a)	2,8	-0,5	-12,7	15,3	12,5	1,4	3,2	1,0	1,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,5	9,7	9,8	9,0	7,8	8,2	8,4	8,3	8,9
Inflación (% a/a, media)	1,1	0,6	-0,1	1,9	8,2	5,8	1,7	6,3	0,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	0,3	-0,2	3,5	11,7	0,7	2,3	1,3	0,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-1,5	-9,7	-9,0	-8,0	-4,7	-3,0	-4,9	-3,7
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,9	-6,2	-5,4	-3,6	0,0	1,8	-0,1	1,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,6	3,4	3,8	3,0	-0,7	-0,1	-0,4	-0,4	-0,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	4,00	2,50	4,25	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,88	1,88	4,88	1,88
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,77	1,43	0,52	1,19	4,72	4,20	3,89	4,86	3,99
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07	1,08	1,11	1,07	1,10
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,8	2,2	1,2	3,0	3,4	1,7	2,9	1,3	1,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,5	-0,7	3,3	0,1	2,0	2,3	3,4	1,6	-0,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	25,1	-5,8	-10,3	22,7	-5,0	-0,1	2,2	-0,5	0,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	9,6	9,5	17,0	14,4	9,6	8,7	9,3	8,7	10,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

Para el año 2023, a pesar de esta mejora en los indicadores, las expectativas deben moderarse, en la medida en que el impacto de las subidas de tipos de interés actúa con cierto rezago. Resta también confirmar si las turbulencias de las últimas semanas en el sector bancario acabarán afectando a algún banco italiano importante. Bajo estas premisas, como se ilustra en la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b, se ha mejorado la previsión de crecimiento de la economía de Italia para 2023 al 0,8% y, para 2024, una continuación, aunque a ritmos aún bajos (1,1%).

Por otra parte, la inflación ha finalmente bajado hasta 7,7% en marzo (provisional) y la armonizada se ha situado en 8,2%, con la subyacente, sin embargo, subiendo una décima hasta 6,4%. Por rubros principales, la alimentación sube un 13,2%, la vivienda y energía para el hogar un 15,1%, mientras que el transporte se modera y solo sube un 2,6%.

A nivel de riesgos, la salud del sector bancario va a ser un punto que vigilar. El rendimiento de los bonos gubernamentales ha bajado al funcionar de refugio para el dinero que huye de la renta variable, beneficiando a medio plazo los costes de financiación del gobierno, sin embargo, de seguir por mucho tiempo los niveles actuales (4,2%), las renovaciones se van a ver afectadas gradualmente. Sin embargo, si el BCE sigue subiendo tipos, al final los rendimientos de los títulos de largo plazo también verán presión al alza. A medio plazo, los costes energéticos más altos seguirán afectando la competitividad de las industrias europeas, e Italia es un país con un componente industrial alto.

1.2.6 Reino Unido

La recesión persistirá durante 2023.

El Reino Unido creció en 2022 un 4,0%, pero terminó el año en clara desaceleración, con un crecimiento del PIB del 0,0% t/t y +0,4% a/a en el último trimestre del año. Se trata de una desaceleración que anticipa un mal

arranque del 2023. En el cuarto trimestre de 2022, el consumo privado creció un 1,4% a/a, el consumo del gobierno un -0,6% a/a, la inversión un 7,8% a/a, las exportaciones un 6,4% a/a y las importaciones un 5,9% a/a, en tanto que las ventas al por menor de enero cayeron un -5,1% interanual (+0,5% m/m). Los índices de gestores de compras (PMIs) de marzo apuntan a una relativa mejora, excepto en las manufacturas que están en zona de contracción, con el compuesto en 52,2 puntos, el de servicios en 52,9, el de construcción 50,7 y el manufacturero en 47,9. Asimismo, la confianza del consumidor (GFK) apenas aumenta, situándose en -36 puntos en marzo.

En este contexto, para 2023 se anticipa una recesión, con contracciones del PIB desde el inicio del año, debido a las caídas del consumo y la contención de gasto del gobierno, lo que dejaría el crecimiento del PIB plano (0,0%) para la totalidad del año. Para 2024 persisten muchas incertidumbres, especialmente respecto a la evolución del coste de vida, la energía y su reflejo en los alimentos y, en general, en toda la cesta de compra. A pesar de ello, se anticipa una vuelta al crecimiento con un crecimiento económico en torno al 1,6% (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

Por su parte, la inflación en febrero alcanzó el 10,4%, con la subyacente en el 6,2%. La alimentación sube un 18,2%, los suministros al hogar suben un 11,8%, El transporte sube un 3,1% (moderándose desde los 3,4%), y los

Reino Unido

- La actividad económica podría permanecer estancada en 2023 y recuperarse solo hasta 2024.
- La inflación podría no bajar tan rápidamente como sería deseable ante la persistencia del problema energético.
- El consumo se verá afectado por la subida del coste de vida.
- El Banco de Inglaterra tendrá que ponderar entre el combate a la inflación y los riesgos para la estabilidad financiera.

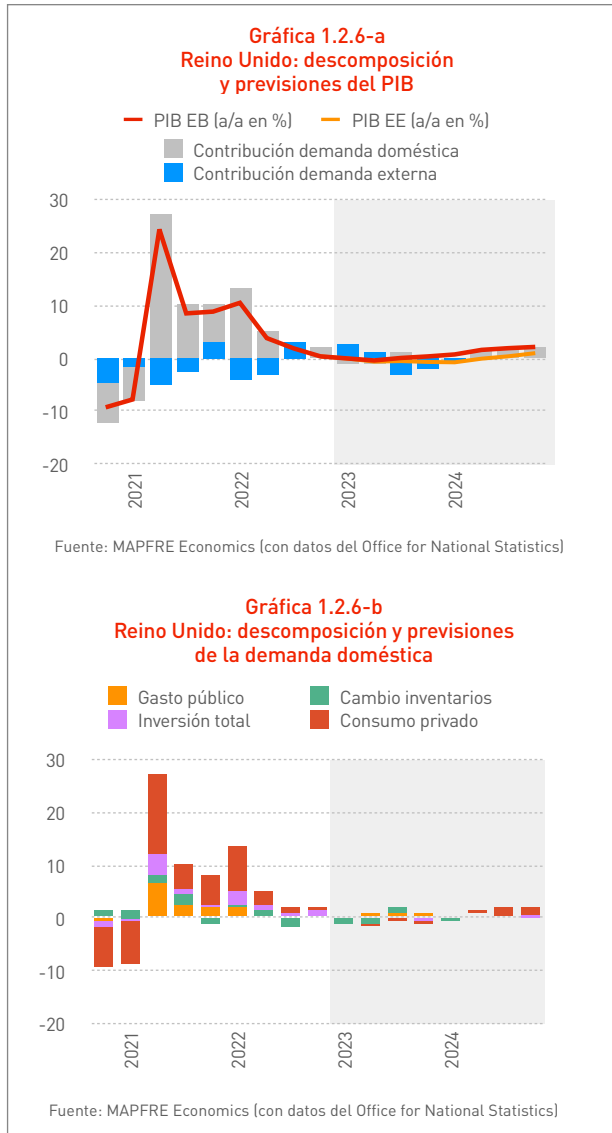


Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	1,7	1,6	-11,0	7,6	4,0	0,0	1,6	-0,4	0,2
Contribución de la demanda doméstica	0,8	1,8	-11,9	8,4	5,0	-0,2	1,5	-0,8	-0,3
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,3	1,5	-1,2	-0,8	-0,4	-0,1	-0,3	0,2
Contribución del consumo privado	1,3	0,6	-8,0	3,8	3,2	-0,5	1,0	-0,8	-0,2
Contribución de la inversión total	0,0	0,3	-1,9	1,1	1,4	-0,2	0,1	-0,4	-0,4
Contribución del gasto público	0,1	0,8	-1,4	2,5	0,4	0,7	0,4	0,7	0,4
Consumo privado (% a/a)	2,1	1,0	-12,9	6,3	5,3	-0,8	1,6	-1,3	-0,3
Gasto público (% a/a)	0,3	4,1	-7,3	12,5	1,9	3,6	1,7	3,6	1,7
Inversión total (% a/a)	-0,2	1,9	-10,5	6,1	7,7	-0,8	0,8	-1,9	-2,1
Exportaciones (% a/a)	3,1	1,7	-12,1	2,2	10,3	-2,6	3,3	-2,8	2,3
Importaciones (% a/a)	3,3	2,6	-16,0	6,2	12,6	-1,4	3,4	-1,8	1,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,0	3,8	5,2	4,0	3,7	4,2	4,0	4,5	4,8
Inflación (% a/a, media)	2,5	1,8	0,9	2,6	9,1	5,9	2,6	6,3	2,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,3	1,4	0,6	4,9	10,8	2,6	2,4	3,3	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,5	-13,1	-8,0	-5,3	-6,0	-4,7	-6,1	-5,6
Balance fiscal primario (% PIB)	0,5	-0,1	-11,0	-5,2	-0,5	-1,4	-0,7	-1,4	-1,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,1	-2,8	-3,2	-1,5	-4,8	-3,9	-3,6	-4,0	-3,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,75	0,00	0,25	3,50	4,50	3,25	5,00	3,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,91	0,79	0,03	0,26	3,87	4,43	3,50	5,24	3,47
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,27	0,83	0,20	0,97	3,67	3,32	3,08	3,89	3,07
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,28	1,32	1,36	1,35	1,20	1,23	1,26	1,20	1,24
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,11	1,18	1,11	1,19	1,13	1,14	1,13	1,13	1,13
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,8	2,0	2,3	3,3	3,6	3,4	3,4	3,3	2,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,1	1,2	9,4	1,2	1,8	3,9	2,8	3,8	2,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,4	2,0	12,1	-1,3	14,5	7,8	3,9	7,8	3,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	5,1	5,4	15,9	12,6	7,9	7,2	6,3	7,2	7,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

hoteles y restaurantes un 12,1%, la tasa más alta desde julio de 1991. Se espera que la inflación continúe la moderación en los próximos trimestres, sin embargo, al igual que en otros países, los efectos de segunda ronda (subidas de salarios) y el mantenimiento de los costes energéticos altos están dificultando que baje tan rápido como se anticipaba. La inflación en torno al 10% en los últimos meses, con 17% en los alimentos, está pasando factura a la capacidad de compra de las familias. Además, en el caso del Reino Unido se está uniendo un factor de escasez en algunos productos alimentarios por los costes energéticos, los costes de los fertilizantes y las dificultades logísticas relacionadas con el Brexit.

El Banco de Inglaterra, en su reunión de marzo, subió los tipos de interés en 25 pbs hasta 4,25%. No obstante, debido a los riesgos para el sistema financiero manifestados en los bancos regionales estadounidenses, y observados también en el Reino Unido en caso del sistema de pensiones, es previsible que el banco central pondere ahora entre combatir la inflación y salvaguardar la estabilidad del sistema financiero. Así, los tipos de interés implícitos en el mercado de futuros se han ajustado a la baja, considerando un tipo máximo de 4,685% versus 4,75% de hace un mes.

La recesión en 2023 en el Reino Unido es ampliamente esperada. Ahora los ojos están puestos en los riesgos que las subidas de tipos de interés puedan acarrear para la estabilidad del sistema financiero. Cabe recordar que, en 2022, el Reino Unido ya tuvo un episodio de estrés que llevó a la caída de la primer ministro, Liz Truss. Los altos costes de la energía y la continuación de inflación alta por un tiempo largo seguirán pesando sobre el desempeño económico. Las elecciones legislativas no serán sino hasta 2024, y los conservadores tienen un año difícil para recuperar la amplia desventaja en las intenciones de voto respecto a los laboristas.

1.2.7 Japón

Débil crecimiento económico y con tendencia a la desvalorización de la moneda.

La economía japonesa creció un 1,0% en 2022, un 0,2% t/t en el cuarto trimestre, menos de lo previsto, con el consumo privado aumentando solamente un 0,3% t/t y la inversión reduciéndose un -0,5% . De esta forma, la economía crece débilmente y la crisis energética se está trasladando a la inflación que, a su vez, agravará el problema. El precio de la energía es un factor muy negativo para un país tan dependiente de las importaciones energéticas como lo es Japón. Los términos de intercambio empeoran, con los precios de las importaciones subiendo al 15%, mientras que los de las exportaciones suben al 9%. La balanza por cuenta corriente reduce su superávit, 2% del PIB, desde niveles del 4% antes de la pandemia, por el aumento de los costes de importación.

Las ventas al por menor en febrero sorprenden positivamente (+6,6% a/a) Asimismo, la confianza de los hogares en marzo mejora ligeramente hasta situarse en 33,9, desde los 31,9 puntos previos. El índice de indicadores adelantados rebota ligeramente hasta 97,7 puntos en febrero. De igual forma, los índices de gestores de compras (PMIs) de marzo mejoran, con el compuesto, el manufacturero y el de servicios situándose en 51,9, 49,2 y 55,0 puntos, respectivamente. De esta forma, se prevé un primer

Japón

- Se mantiene la perspectiva de un crecimiento económico débil.
- La confianza del consumidor hace una inflexión y gira a la baja.
- La balanza comercial permanece en positivo, aunque empeoran los términos de intercambio.
- El Banco de Japón amplía el rango de fluctuación del tipo de interés del bono a 10 años, lo que significa que reduce la lucha a que se mantengan bajos.

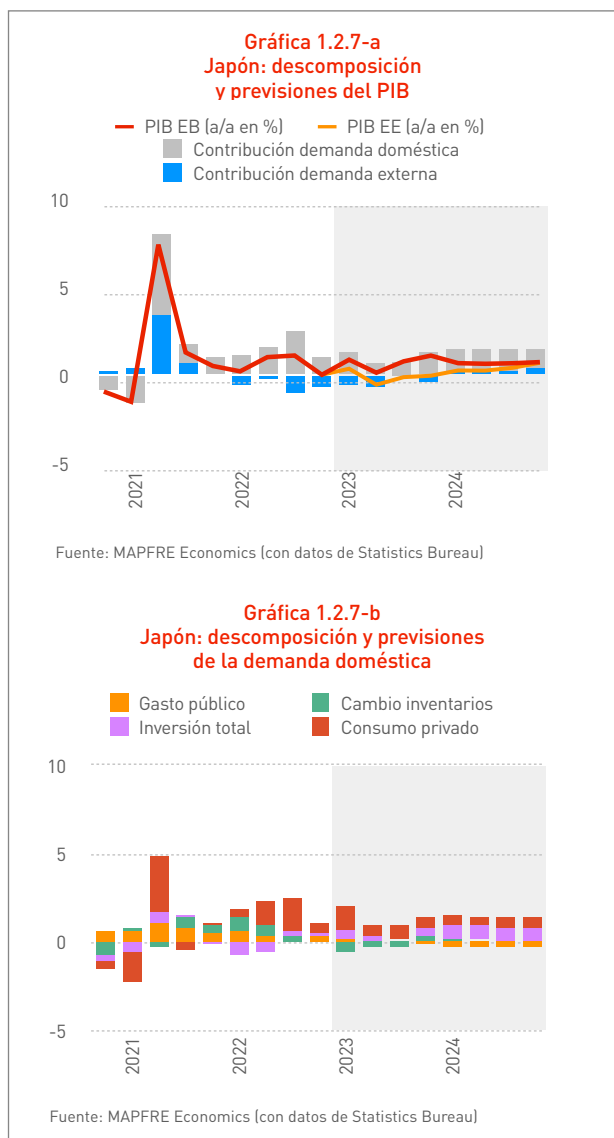


Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	0,6	-0,4	-4,3	2,2	1,0	1,1	1,1	0,3	0,8
Contribución de la demanda doméstica	0,6	0,1	-3,5	1,2	1,6	1,0	1,2	0,8	0,6
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,5	-0,9	1,1	-0,6	-0,3	0,3	-0,4	0,2
Contribución del consumo privado	0,1	-0,3	-2,6	0,2	1,1	0,8	0,5	0,8	0,3
Contribución de la inversión total	0,1	0,1	-0,9	0,0	-0,3	0,3	0,7	0,2	0,4
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,5	0,7	0,3	0,0	-0,2	0,0	-0,2
Consumo privado (% a/a)	0,2	-0,6	-4,7	0,4	2,0	1,5	1,0	1,4	0,6
Gasto público (% a/a)	1,0	1,9	2,4	3,5	1,5	0,1	-1,1	0,1	-1,1
Inversión total (% a/a)	0,6	0,5	-3,7	0,1	-1,0	1,3	3,0	0,8	1,6
Exportaciones (% a/a)	3,8	-1,4	-11,7	11,9	4,9	0,9	3,0	0,2	1,7
Importaciones (% a/a)	3,8	1,1	-6,8	5,0	7,9	2,6	1,4	2,4	0,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,4	2,3	3,0	2,7	2,5	2,4	2,2	2,5	2,5
Inflación (% a/a, media)	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,5	1,5	0,8	2,3	1,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	0,5	-0,9	0,5	3,9	-0,1	0,7	0,8	1,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-3,0	-8,9	-5,4	-6,7	-5,9	-3,6	-5,9	-3,9
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,5	3,4	2,9	3,9	2,0	2,3	2,6	2,2	2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,07	0,07	0,08	0,07	0,06	0,14	0,14	0,12	0,12
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,01	-0,02	0,04	0,09	0,45	0,72	0,54	0,86	0,59
Tipo de cambio vs USD (final período)	110,83	109,12	103,54	115,00	132,65	134,37	126,41	131,83	125,49
Tipo de cambio vs Euro (final período)	126,90	122,59	127,05	130,25	141,48	145,19	139,94	140,46	138,06
Crédito privado (% a/a, media)	2,6	1,8	5,2	3,1	2,1	2,0	0,0	1,8	-0,9
Crédito familias (% a/a, media)	2,5	2,2	3,1	3,6	1,5	0,3	0,0	0,0	-1,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,4	3,6	7,9	3,2	2,0	0,1	-0,6	0,1	-0,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,3	2,9	17,1	7,3	8,8	1,0	0,9	1,1	1,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	1,8	3,2	12,1	8,7	2,2	0,1	0,1	0,1	0,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

semestre de crecimiento más débil que se irá recuperando suavemente en la segunda parte de 2023, en la medida en que se vayan resolviendo los problemas de coste energético y la inflación se modere. Así, la estimación de crecimiento del PIB japonés se sitúa en 1,1% en 2023 y en 2024 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

La inflación, por su parte, está despegando al alcanzar el 3,3% en febrero, el registro más alto desde el principio de los años ochenta del siglo pasado, y con la subyacente en el 3,1%. En este contexto, el Banco de Japón, en su reunión de marzo, mantuvo los tipos de interés en -0,10%. Esta fue la última reunión del gobernador Haruhiko Kuroda, y la de abril será la primera del nuevo gobernador, Kazuo Ueda, así que en dicha reunión se ha decidido no tocar esta política para dejar margen al nuevo gobernador. El banco central seguirá comprando la cantidad de bonos que sea necesaria (no ha fijado límite) para seguir controlando la curva de tipos de interés y así mantener el rendimiento del bono a 10 años cerca de cero, aunque su rango alto de fluctuación ha sido ampliado en diciembre del año pasado al 0,50%. El Banco de Japón seguirá comprando, además, ETFs (*exchange-traded funds*) y fondos inmobiliarios hasta 12 trillones de yenes y 180 billones de yenes, respectivamente. La rentabilidad del bono a 10 años a subió 15 pbs, de 0,25% a 0,40%, la bolsa de valores cayó un -2,5%, y la moneda se revalorizó un 3,4%. Asimismo, el banco central definió los objetivos de papel comercial y bonos corporativos en cartera en 2 trillones y 3 trillones de yenes, respectivamente. Esta política monetaria es la más laxa de los países desarrollados, en un contexto de alto riesgo, con la inflación en subida acelerada, pero es reflejo de que el banco central japonés se ha quedado sin alternativas dado el riesgo para el tipo de cambio.

El principal riesgo de corto plazo para la economía japonesa es la presión sobre el tipo de cambio dada la política monetaria a contracorriente y la gigantesca expansión monetaria ocurrida en los últimos 15 años. El balance del banco central alcanza 130% del PIB, y el mercado se pregunta qué ocurrirá en el momento de que el Banco de Japón deje de inyectar

tanto dinero en el sistema. A nivel económico, tiene una inflación que está al alza, en el 3,3%, en un país que siempre se encontraba en riesgo de deflación debido a su pirámide poblacional. Como riesgos adicionales, se tienen el mantenimiento de los costes de las materias primas altos, lo que viene agravado por un yen débil, y una desaceleración del consumo en los países de destino de sus exportaciones.

1.2.8 Turquía

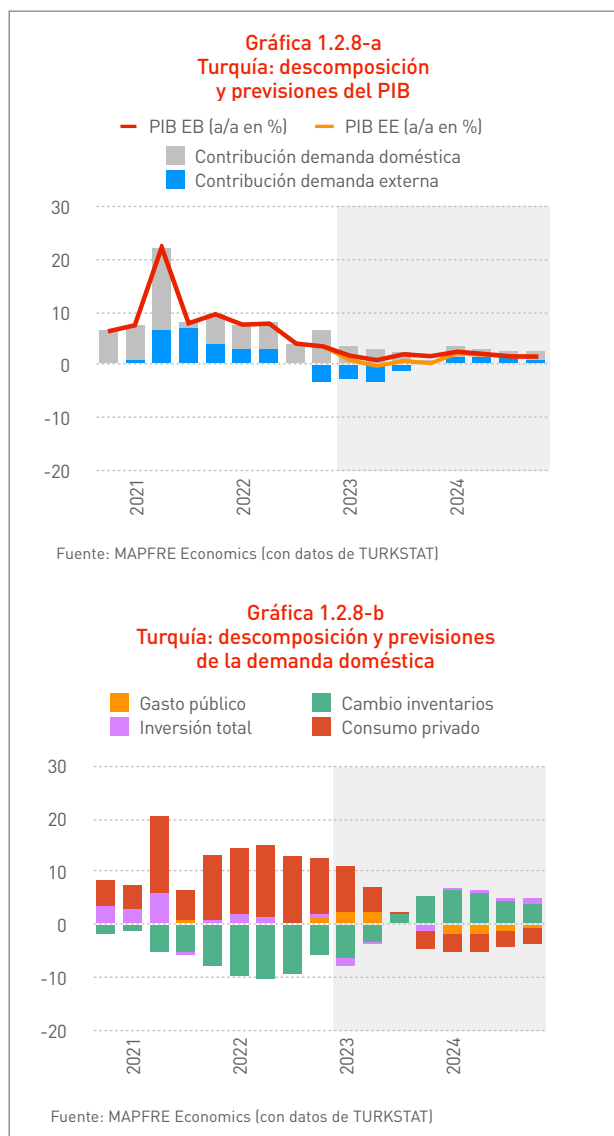
El equilibrio de la balanza por cuenta corriente, clave para la estabilidad.

La economía turca creció un 5,6% en 2022, el 3,5% en el cuarto trimestre. La economía de Turquía ha entrado en una dinámica de desaceleración que hará que, en el 2023, presente un crecimiento más débil. El consumo ha estado fuerte todo el año, creciendo un 18,2%, y las exportaciones también se han comportado bien, con un crecimiento del 10,2%. A nivel de indicadores que orienten sobre la actividad para los próximos meses, el índice de gestores de compras del sector manufacturero (PMI) de marzo se situó en 50,9 puntos, solo marginalmente en positivo respecto al umbral de contracción. Las ventas al por menor se estima que hayan decrecido un marzo un -3,6%, y la confianza del consumidor se modera ligeramente para situarse en 80,1 puntos. En

Turquía

- El turismo y la inversión extranjera ayudan a reducir desequilibrios.
- Se prevé una actividad económica más débil en 2023 que 2022.
- La inflación remite en parte, aunque le costará bajar mientras persistan el tema energético y una política monetaria heterodoxa.
- El banco central bajó los tipos de interés al 8,5% en febrero.
- Importancia de la estabilidad macroeconómica en la antesala de las elecciones de junio.

Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos



	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	3,0	0,8	1,9	11,4	5,6	1,6	2,0	0,5	1,8
Contribución de la demanda doméstica	-0,6	-1,4	7,0	6,6	5,0	2,3	1,4	2,0	0,8
Contribución de la demanda externa	3,6	2,2	-5,0	4,8	0,6	-1,5	1,3	-1,6	1,1
Contribución del consumo privado	0,3	0,9	1,9	9,1	12,1	2,1	-3,2	1,9	-3,6
Contribución de la inversión total	-0,1	-3,6	1,8	1,9	0,7	-0,9	0,6	-0,9	0,4
Contribución del gasto público	0,9	0,5	0,4	0,4	0,7	1,3	-1,1	1,3	-1,1
Consumo privado (% a/a)	0,6	1,5	3,3	15,3	19,6	3,0	-4,5	2,7	-5,0
Gasto público (% a/a)	6,5	3,8	2,5	2,6	5,2	9,8	-7,6	9,8	-7,6
Inversión total (% a/a)	-0,2	-12,5	7,4	7,4	2,8	-3,5	2,5	-3,8	1,5
Exportaciones (% a/a)	8,8	4,2	-14,4	24,9	9,1	-0,8	4,2	-0,8	3,3
Importaciones (% a/a)	-6,2	-5,0	6,7	2,4	7,9	6,4	-1,3	6,8	-1,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,3	13,3	12,9	11,0	10,1	10,5	10,3	10,6	10,5
Inflación (% a/a, media)	16,3	15,2	12,3	19,6	72,3	44,1	26,1	45,1	25,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	22,4	10,3	13,5	25,8	77,4	38,6	22,8	39,2	21,2
Balance fiscal (% PIB)	-1,9	-2,9	-3,5	-2,7	-0,9	-4,9	-3,1	-4,8	-3,2
Balance fiscal primario (% PIB)	0,0	-0,6	-0,8	-0,2	1,2	-3,5	-1,9	-3,4	-2,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,6	1,4	-4,4	-0,9	-5,5	-3,7	-2,3	-4,1	-2,7
Tipo de interés oficial (final período)	24,00	11,50	17,00	14,00	9,00	8,50	8,50	8,75	8,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	24,07	10,35	17,25	16,32	10,35	9,23	9,29	10,10	9,43
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,53	11,95	12,51	22,99	9,50	11,49	11,51	11,73	11,57
Tipo de cambio vs USD (final período)	5,29	5,95	7,44	13,32	18,69	20,13	20,81	21,01	21,34
Tipo de cambio vs Euro (final período)	6,06	6,68	9,11	15,23	19,96	21,75	23,03	22,39	23,47
Crédito privado (% a/a, media)	20,2	8,4	30,1	23,9	54,8	42,5	18,4	43,2	18,3
Crédito familias (% a/a, media)	9,8	3,3	41,8	20,3	29,3	25,9	10,2	25,6	9,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	18,2	5,5	29,0	23,2	56,3	33,7	27,9	33,1	25,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	25,1	18,3	21,2	31,5	105,5	46,6	26,3	46,3	25,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	32,0	30,4	20,9	22,7	9,8	10,0	10,8	9,9	11,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

este contexto, se prevé un crecimiento del 1,6% para 2023, lo que implicará una desaceleración importante desde los 5,6% de 2022, fundamentada en una desaceleración importante en el consumo, inversión y en las exportaciones (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

Por su parte, la inflación en Turquía sigue moderándose y se situó en 50,5% en marzo, viniendo de un máximo de 85,5% en octubre, con los precios de los alimentos creciendo un 68%, los de vivienda un 56%, los de restaurantes y hoteles un 70,7%, y los del transporte moderándose al 28,7%. La inflación subyacente (47,4%) y los precios al productor (62,5%) muestran que la inflación todavía seguirá en niveles altos por algún tiempo. En ese marco, la lira turca, con un tipo de cambio acercándose a 19,30 TRY/USD y 21,0 TRY/EUR, se espera que se siga depreciando.

El Banco Central de Turquía mantuvo los tipos de interés (Repo a 1 semana) en marzo en el nivel de 8,50%. El comité del banco central considera que la actual orientación de la política monetaria es adecuada para apoyar la recuperación luego de los efectos del terremoto, con el objetivo de conseguir la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. El banco central ha señalado que continuará utilizando todos los instrumentos disponibles hasta que los indicadores apunten a una caída permanente de la inflación y se alcance el objetivo a medio plazo del 5%. En este sentido, ha puntualizado que aplicará una estrategia de “liralización”, con el fin de crear una base institucional para la estabilidad de precios permanente y sostenible, lo que, a su vez, fomentará la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera.

El impacto del seísmo sobre la producción, el consumo, el empleo y las expectativas está siendo evaluado por las autoridades. Aunque se espera que el terremoto afecte a la actividad económica a corto plazo, se prevé que no tendrá un impacto negativo permanente en la economía turca a medio plazo. La contribución de los ingresos del turismo a la balanza por cuenta corriente, más fuerte de lo previsto, se mantiene para 2023. Por otra parte, la demanda de consumo interno, el alto nivel de los precios de

la energía y la débil actividad económica de los principales socios comerciales hacen perdurar los riesgos a nivel de balanza por cuenta corriente. Conseguir un equilibrio en la balanza por cuenta corriente es importante para la estabilidad de precios.

Turquía tendrá elecciones presidenciales y parlamentarias el 18 de junio, y el presidente Recep Tayyip Erdoğan es elegible para otro mandato de 5 años. Es de esperar alguna relajación fiscal en el segundo trimestre en anticipación a las elecciones. A pesar de todos los desequilibrios macroeconómicos, entre los cuales se encuentran el déficit por cuenta corriente y la inflación disparada, es previsible que, de mantenerse Erdoğan en la presidencia, Turquía conseguirá mantener el apoyo de sus socios regionales (Rusia, Arabia Saudita y Catar) en el ámbito de la inversión, del comercio internacional, y en la política exterior.

1.2.9 México

Pérdida de dinamismo económico en 2023, que se acentuará si hay recesión en Estados Unidos.

La economía mexicana creció un 3,1% en 2022, 3,7% en el cuarto trimestre del año. El consumo privado creció al 6,0% a/a, la inversión al 5,0% a/a y las exportaciones al 8,7% a/a. El crecimiento ha cumplido con las expectativas, en la medida en que se anticipaba un 3,0% en nuestro informe de hace un año. La producción industrial sigue aumentando (+3,0%), con buenos datos en los segmentos de ordenadores, fabricación automóvil y construcción. Las ventas al por menor, por su parte, siguen creciendo (+2,5% en diciembre), pero en alimentación caen (-3,6%) debido fundamentalmente al efecto de la inflación.

Con respecto a expectativas, los pedidos de fábrica apuntan a mayor actividad, situándose el índice en 53,4 en febrero, en tanto que la confianza de las empresas también sube marginalmente hasta 52,0 puntos. El índice

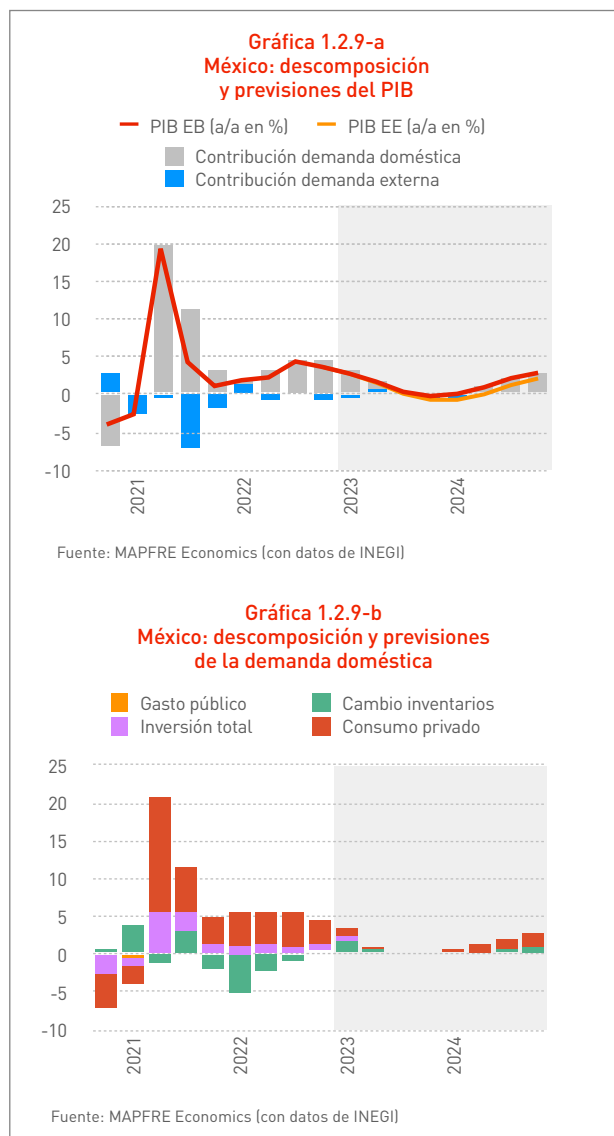


Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	2,2	-0,2	-8,2	4,9	3,1	1,2	1,5	0,9	0,7
Contribución de la demanda doméstica	2,4	-1,0	-10,8	8,0	3,2	1,1	1,5	0,9	0,8
Contribución de la demanda externa	-0,2	0,8	2,6	-3,0	-0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1
Contribución del consumo privado	1,7	0,2	-7,1	5,1	4,1	0,3	1,0	0,1	0,6
Contribución de la inversión total	0,2	-1,0	-3,4	1,8	0,9	0,3	0,1	0,2	-0,2
Contribución del gasto público	0,3	-0,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2
Consumo privado (% a/a)	2,6	0,4	-10,5	7,7	6,0	0,4	1,4	0,2	0,9
Gasto público (% a/a)	2,9	-1,8	-0,3	-0,6	1,4	2,4	2,0	2,4	2,0
Inversión total (% a/a)	0,8	-4,7	-17,8	10,5	5,1	1,4	0,4	0,9	-1,1
Exportaciones (% a/a)	5,9	1,5	-7,1	6,9	8,8	-1,9	3,8	-2,5	1,9
Importaciones (% a/a)	6,4	-0,7	-14,1	16,1	9,0	-2,0	3,7	-2,6	2,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,3	3,4	4,5	3,7	3,0	3,5	3,8	3,6	4,1
Inflación (% a/a, media)	4,9	3,6	3,4	5,7	7,9	5,6	3,7	5,9	3,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,8	2,9	3,5	7,0	8,0	4,3	3,5	4,8	3,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,0	-1,7	-2,8	-3,0	-3,4	-3,2	-3,0	-3,2	-3,1
Balance fiscal primario (% PIB)	0,6	1,1	0,1	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-0,4	2,1	-0,6	-0,9	-0,8	-0,4	-0,9	-0,5
Tipo de interés oficial (final período)	8,25	7,25	4,25	5,50	10,50	10,75	7,50	10,25	6,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	8,63	7,45	4,47	5,86	10,97	10,25	6,27	10,50	6,38
Tipo de interés a 10 años (final período)	8,70	6,84	5,23	7,57	9,02	8,16	7,26	8,36	7,01
Tipo de cambio vs USD (final período)	19,65	18,93	19,88	20,50	19,49	20,05	20,80	20,39	21,04
Tipo de cambio vs Euro (final período)	22,50	21,26	24,40	23,22	20,79	21,66	23,03	21,72	23,15
Crédito privado (% a/a, media)	10,4	8,9	5,2	-1,0	7,5	8,1	5,6	8,0	4,6
Crédito familias (% a/a, media)	8,4	6,2	1,6	4,4	9,1	5,3	6,5	5,1	6,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,8	6,2	3,7	18,3	8,7	12,3	11,6	12,3	11,0
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	12,3	16,4	21,9	23,1	22,9	17,3	17,1	17,3	17,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

de gestores de compras manufacturero (PMI) de marzo se mantiene en los 51,0 puntos. Asimismo, la producción de automóviles ha mejorado en enero y febrero, con una tendencia de medio plazo de recuperación. De esta forma, se prevé un crecimiento del PIB mexicano del 1,2% en 2023 y del 1,5% en 2024 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

La inflación, por su parte, se situó en 6,9% en marzo, con una trayectoria decreciente desde el pico de septiembre de 2022, aunque aún con retos para regresar a la banda objetivo de las autoridades monetarias. Ello se refleja especialmente en el comportamiento de la inflación subyacente, que se mantiene alta, en el 8,1%. La alimentación sube un 14%, los hoteles y restaurantes, 12,4%, los servicios 10,4%, y la energía 3,2% (precios administrados +5,6%). De esta forma, se prevé que la inflación deberá seguir siendo alta, con un promedio de 5,6% en 2023.

El Banco de México, en su reunión de marzo, subió los tipos de interés oficiales en 25 pbs, hasta el 11,25%. Ante un proceso de desinflación más complejo de lo esperado no se esperan bajadas de inmediato, aunque, con tipos reales muy positivos, el banco central tiene margen para comenzar las bajadas en la segunda parte de 2023, al ritmo que lo haga la Reserva Federal estadounidense. Por el tema de la estabilidad del tipo de cambio, es improbable que la trayectoria diverja significativamente a la de la Reserva Federal.

México

- La reducción de la inflación avanza, aunque está siendo más lenta de lo anticipado.
- El mayor riesgo para la actividad económica es una eventual recesión en los Estados Unidos.
- La economía mexicana podría beneficiarse de la relocalización de las cadenas de producción de las multinacionales estadounidenses.
- La previsión de crecimiento del PIB se ha ajustado al 1,2% para 2023 y al 1,5% para 2024.

Entre los principales riesgos de corto plazo para la economía mexicana se encuentra una posible recesión en Estados Unidos, que contagiaría a México por vía de sus exportaciones, tanto en el sector automóvil como en el sector de materiales de construcción. El proceso de desinflación está costando más de lo esperado y la política monetaria restrictiva continuará afectando a los costes de financiación, al consumo y a la inversión. Por el lado positivo, está el denominado “*nearshoring*”, que consiste en un proceso de relocalización de cadenas productivas que, por la integración de la economía mexicana a la de América del Norte, podrá beneficiar al país con el acercamiento de líneas de producción desde el sudeste asiático.

1.2.10 Brasil

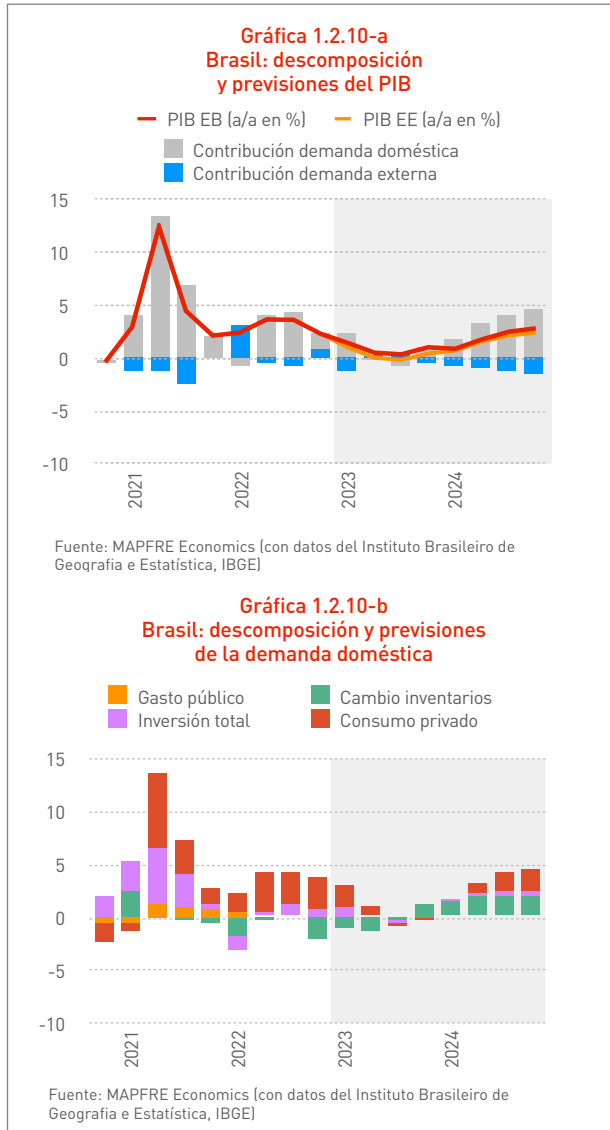
La actividad inicia la desaceleración hacia un 2023 con un menor crecimiento.

La economía brasileña creció en 2022 un 3,0%, un comportamiento mucho mejor de lo que se esperaba al inicio de 2022. Esto se ha debido a un consumo privado, exportaciones netas e inversión con un desempeño mejor del anticipado. Sin embargo, en el cuarto trimestre de 2022 se ha verificado una contracción del -0,2% t/t, (1,9% a/a), dando las primeras indicaciones de que el arranque de 2023 va a ser difícil. Brasil ha sido de los primeros países en subir tipos de interés, así que es

Brasil

- El PIB brasileño del último trimestre de 2022 desaceleró visiblemente y se espera un 2023 más complejo.
- La previsión de crecimiento económico se sitúa en el 0,8% en 2023 y en 2,0% en 2024.
- Brasil fue el primer país en subir tipos de interés, aunque el comportamiento de la inflación podría complicar la eventual reducción de estos.
- Por el momento, se mantienen las condiciones financieras endurecidas y aumentan los riesgos de crédito.

Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos



	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	1,7	1,2	-3,6	5,3	3,0	0,8	2,0	0,3	1,7
Contribución de la demanda doméstica	2,4	1,8	-4,9	6,5	2,3	0,6	3,5	0,4	3,1
Contribución de la demanda externa	-0,7	-0,6	1,4	-1,2	0,7	-0,1	-1,1	-0,1	-1,1
Contribución del consumo privado	1,6	1,8	-3,2	2,6	2,9	0,6	1,3	0,5	1,0
Contribución de la inversión total	0,8	0,7	-0,3	2,9	0,2	0,2	0,3	0,1	0,2
Contribución del gasto público	0,1	-0,1	-0,6	0,6	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2
Consumo privado (% a/a)	2,4	2,6	-4,6	3,7	4,3	0,9	1,8	0,7	1,5
Gasto público (% a/a)	0,8	-0,5	-3,7	3,5	1,5	0,4	1,3	0,4	1,3
Inversión total (% a/a)	5,2	4,0	-1,7	16,6	0,8	1,0	1,7	0,7	1,1
Exportaciones (% a/a)	3,4	-2,5	-2,7	6,4	6,0	0,7	3,9	0,5	3,0
Importaciones (% a/a)	7,0	1,3	-9,9	12,6	1,3	1,4	9,4	0,9	8,8
Tasa de paro (% último trimestre)	11,7	11,1	14,2	11,1	7,9	8,2	8,3	8,2	8,4
Inflación (% a/a, media)	3,7	3,7	3,2	8,3	9,3	5,1	4,1	5,4	4,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,1	3,4	4,3	10,5	6,1	5,3	3,9	6,0	3,5
Balance fiscal (% PIB)	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-9,0	-7,8	-8,9	-7,9
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,3	-1,9	-0,8	-1,9	-0,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,8	-3,6	-1,9	-2,8	-2,9	-3,4	-4,1	-3,2	-4,0
Tipo de interés oficial (final período)	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	12,25	8,25	12,50	8,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6,40	4,40	1,90	9,15	13,65	12,15	8,03	12,53	8,34
Tipo de interés a 10 años (final período)	9,24	6,81	6,98	10,31	12,76	12,08	11,38	12,23	11,13
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,87	4,03	5,20	5,58	5,22	5,40	5,42	5,53	5,50
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,44	4,53	6,38	6,32	5,56	5,84	6,00	5,89	6,05
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	7,0	10,8	10,1	17,7	20,3	11,3	9,4	11,2	9,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	16,4	15,8	19,0	22,2	20,2	18,6	17,7	18,5	17,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

normal que sea el primero en observar la desaceleración producida por la política monetaria restrictiva.

La producción industrial en Brasil ha subido un 0,3% en enero, lo que corrobora un panorama de enfriamiento de la actividad. La confianza del consumidor se ha recuperado con respecto a 2020-21, pero no alcanza los niveles de 2018-19. Las encuestas a los gestores de compras (PMIs) han mejorado, con el compuesto en 50,7 puntos, y el de servicios en 51,8, pero el manufacturero empeorando hasta 47,0. La reapertura de China y una buena campaña agrícola proveerán cierto soporte al desempeño de la economía brasileña, aunque contrapesada por un consumo privado y público en desaceleración. El gobierno brasileño ha restablecido los impuestos a los combustibles y ha introducido un impuesto del 9% a las exportaciones de petróleo. Asimismo, prepara una serie de subidas fiscales en el marco del esfuerzo de consolidación fiscal. En este contexto, se prevé un crecimiento económico más débil, que se situaría en el 0,8% para 2023 y en el 2,0% para 2024 (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

Por su parte, la inflación se está moderando desde abril del año pasado, hasta un 4,65% en marzo, aunque el impulso bajista está perdiendo fuerza. Las partidas con mayores subidas de precios son alimentación (+11,1%), el vestuario (+16,5%) y la salud (+11,2%), mientras que los combustibles hacen bajar el IPC (-22,4%). Nuestras expectativas de inflación IPCA para los próximos 12 meses se encuentran en 5,1%.

El Banco Central de Brasil, en su reunión de marzo, mantuvo los tipos de interés SELIC en 13,75%. El banco central considera que hay riesgos en ambas direcciones y que las proyecciones macroeconómicas tienen más incertidumbre de lo habitual. Su objetivo es hacer converger la inflación al objetivo, estabilizando los precios, suavizando las fluctuaciones del nivel de actividad económica y fomentando el pleno empleo. En sus declaraciones, el gobierno, que está endureciendo la política fiscal, deja entrever que le gustaría que el banco central empezara a relajar la política

monetaria. No obstante, es previsible que bajadas de tipos de interés a corto plazo se concreten solo si la economía observara una desaceleración importante.

Con respecto a los riesgos de corto plazo para la economía, se concentran en: las presiones inflacionarias que aún se observan a nivel mundial; los precios de las materias primas que Brasil exporta podrían sufrir una bajada de precios; la economía mundial puede sufrir una desaceleración más acentuada de la que se prevé en este momento, y el restablecimiento de impuestos que se habían reducido durante los confinamientos. La subida de tipos de interés a nivel mundial, no solo en Brasil, y su mantenimiento en niveles elevados afectará a los costes de financiación de todos los agentes económicos, con implicaciones para la actividad o incluso la solvencia de determinados agentes.

1.2.11 Argentina

Recesión en 2023 agravada por la sequía en el sector agrícola.

La economía argentina creció un 5,3% en 2022 (+1,4% a/a en el cuarto trimestre del año). El consumo privado aumentó un 5,1% en el cuarto trimestre, la inversión lo hizo un 0,1%, las exportaciones un 8,6%, y las importaciones un 1,0%. Este crecimiento debe analizarse en clave de recuperación después de varios años en negativo, y de un contexto que sigue siendo desafiante: alta inflación, depreciación de la

Argentina

- La sequía en el campo resta unos 2,1 puntos porcentuales al PIB, que se estima se contraerá un -0,7% en 2023.
- La inflación se ancla en niveles cercanos al 100%.
- La depreciación imparable de la moneda resulta de un aumento constante de la masa monetaria.
- Habrá elecciones en octubre: desafío difícil para el próximo ejecutivo.

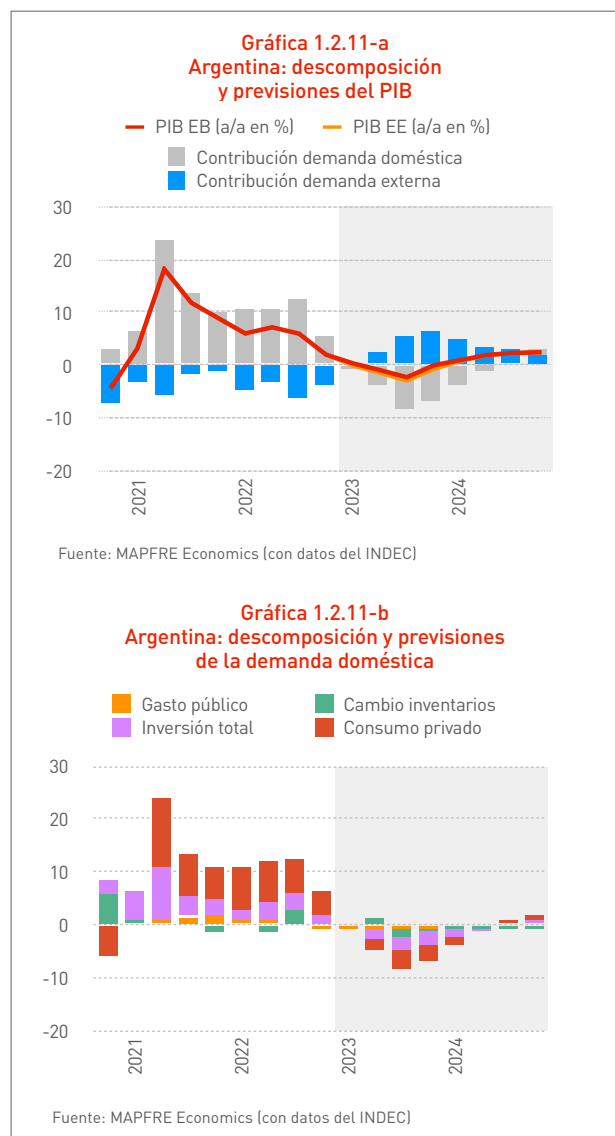


Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	-2,6	-2,0	-9,9	10,4	5,3	-0,7	1,9	-1,3	1,8
Contribución de la demanda doméstica	-4,1	-9,5	-10,3	13,3	9,7	-4,8	-1,0	-5,2	-1,3
Contribución de la demanda externa	1,5	7,5	0,3	-2,9	-4,4	3,7	3,2	3,8	3,2
Contribución del consumo privado	-1,7	-4,6	-9,8	6,8	6,7	-2,1	0,2	-2,3	0,0
Contribución de la inversión total	-1,2	-3,2	-2,2	5,6	2,6	-1,8	-0,6	-1,9	-0,7
Contribución del gasto público	-0,3	-0,9	-0,2	1,0	0,2	-0,7	0,0	-0,7	0,0
Consumo privado (% a/a)	-2,2	-6,1	-13,7	10,0	9,8	-2,9	0,3	-3,3	0,0
Gasto público (% a/a)	-1,9	-6,4	-1,9	7,1	1,3	-5,4	-0,2	-5,4	-0,2
Inversión total (% a/a)	-5,7	-16,0	-13,0	33,4	12,9	-8,4	-2,8	-8,8	-3,3
Exportaciones (% a/a)	0,6	9,8	-17,7	9,2	2,3	0,0	8,2	0,0	7,2
Importaciones (% a/a)	-4,5	-18,7	-18,5	22,0	20,3	-13,4	-6,4	-13,9	-7,1
Tasa de paro (% último trimestre)	9,1	8,9	11,0	7,0	7,0	8,4	7,4	8,5	7,6
Inflación (% a/a, media)	34,3	53,5	42,0	48,4	72,4	100,7	85,4	102,6	85,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	47,4	52,2	36,4	51,4	91,8	99,1	77,2	102,0	76,1
Balance fiscal (% PIB)	-4,9	-3,8	-8,4	-3,6	-3,8	-3,0	-1,1	-3,0	-1,2
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,3	-0,4	-6,4	-2,1	-2,0	-1,7	-0,1	-1,7	-0,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,9	-0,8	0,8	1,4	-0,7	1,0	1,6	1,1	1,7
Tipo de interés oficial (final período)	59,25	55,00	38,00	38,00	75,00	75,00	75,00	75,00	75,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	56,76	45,13	29,55	31,49	67,61	73,00	72,96	73,33	73,35
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,85	30,24	21,68	25,52	34,40	33,71	31,36	33,81	31,48
Tipo de cambio vs USD (final período)	37,70	59,89	84,15	102,72	177,15	352,73	561,19	373,64	579,21
Tipo de cambio vs Euro (final período)	43,17	67,28	103,26	116,34	188,95	381,15	621,25	398,24	637,27
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	52,3	15,3	22,9	34,6	60,4	50,7	67,1	50,4	67,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INDEC)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

moneda, déficit fiscal y con asistencia del Fondo Monetario Internacional (FMI). El 2023 seguirá siendo difícil para la economía argentina, con una inflación que se espera por encima del 102%, según la encuesta de expectativas del banco central, y una moneda que se seguirá depreciando a raíz del crecimiento de la base monetaria por la entrada de dinero de organismos multilaterales (FMI y Banco Interamericano de Desarrollo).

Asimismo, la confianza del consumidor sigue baja, aunque rebota un 5,6% (38,2 puntos) en marzo. Las ventas de coches, por su parte, repuntan (+23% a/a), pero están en niveles bajos desde 2019, vendiéndose la mitad de los coches que se vendían en 2018. La producción industrial se ha contraído en febrero un -1,4%, y el indicador adelantado (Índice Líder de la Universidad Torcuato Di Tella) está estancado en febrero (+0,0%).

En este marco, la previsión de crecimiento del PIB para 2023 es de una contracción del -0,7% (después de crecer un 5,3% en 2022), y volver a crecer, aunque suavemente en 2024, un 1,9% (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b). Se estima que solo la sequía en el sector agrícola sea responsable de por lo menos 2,1 puntos porcentuales menos de PIB, afectando a los ingresos de la población y los ingresos fiscales del gobierno. Este sector es importante también en la obtención de divisas necesarias para el buen funcionamiento del resto de la economía.

La inflación se situó en 102,5% en febrero, y no muestra señales de enfriamiento, con la subyacente en 100,4%, y la expectativa es que se mantenga alta en todo 2023, cerca del 100%. La subida de precios está ocurriendo en todos los segmentos: alimentación, ropa, transporte, restaurantes, bienes y servicios. Es difícil enfriar los precios si la masa monetaria (M2) sigue creciendo en torno al 70% anual. Los tipos de interés de referencia LELIQ a 28 días se sitúan sin variación en el 75%. La otra tasa de referencia es la tasa BADLAR de bancos privados, que se sitúa en 69,75%. El peso argentino seguirá depreciándose a raíz del aumento de masa monetaria y las inyecciones de dinero llegado en forma de ayuda

externa. A fecha de este informe, la moneda ya superaba los 215 ARS/USD, con una tendencia de depreciación casi exponencial.

Argentina tendrá elecciones generales en octubre de 2023, con dos coaliciones principales en competencia: "Frente de Todos" y "Juntos por el Cambio". El gobierno, en el entorno recesivo de 2023, podrá tener de nuevo dificultades en conseguir financiación internamente, especialmente importante porque los ingresos fiscales podrán reducirse a raíz de la menor producción agrícola e industrial. Se prevé que la inflación siga siendo alta y la moneda siga depreciándose, con un panorama a medio plazo que es desafiante. Reconducir la economía hacia una menor inflación, la estabilidad de la moneda y consolidar el crecimiento y cuentas del estado serán importantes desafíos para el próximo ejecutivo.

1.2.12 China

Se retoma la senda del crecimiento, aunque en niveles menores a los registrados anteriormente.

La economía china terminó 2022 con un crecimiento total de 3,0% (2,9% a/a en el último trimestre del año), con caídas en el consumo privado en el segundo y cuarto trimestres por los nuevos confinamientos forzados registrados en ese país. Las exportaciones (0% a/a) y las importaciones (-4,5% a/a) se han visto también afectadas por la imposibilidad de las fábricas de trabajar a plena capacidad y de los consumidores llevar su vida habitual. El consumo del gobierno fue la única partida que fue a contracorriente (+9,0% a/a). Durante 2023, se espera un restablecimiento de la normalidad con fuerte impulso del consumo, por la demanda embalsada y ahorros acumulados, a la vez que la inflación está bastante más controlada (2,1% en enero).

Los índices de gestores de compras (PMIs) de marzo han salido muy positivos, con el compuesto en 57,0, el manufacturero en 51,9 y el no manufac-

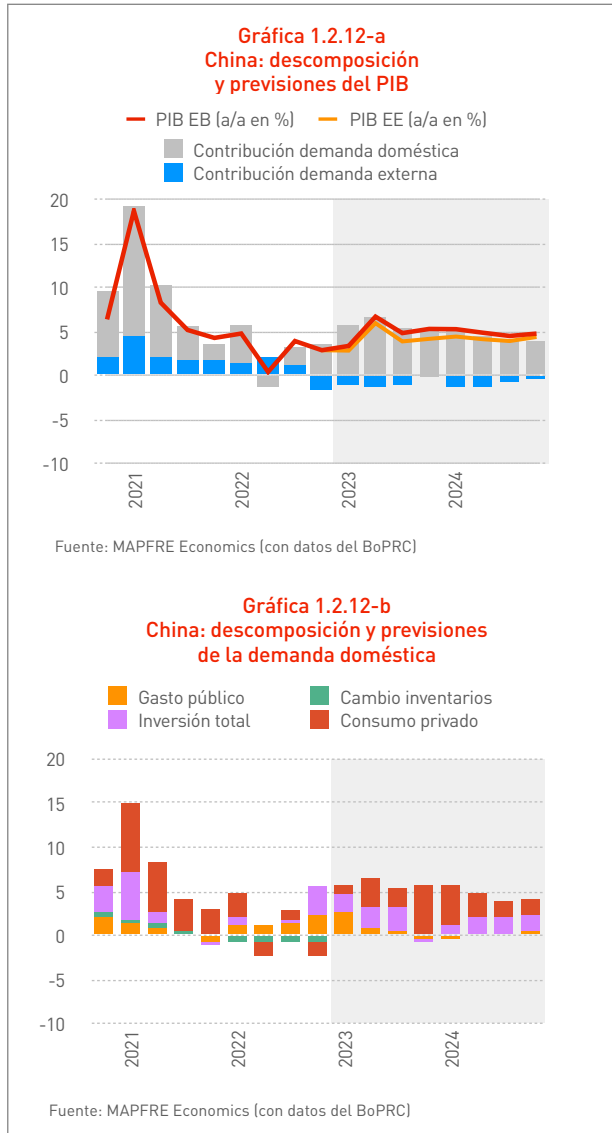


Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	6,7	6,0	2,2	8,5	3,0	5,1	4,9	4,2	4,2
Contribución de la demanda doméstica	7,3	5,3	1,6	6,6	2,2	5,6	4,4	5,2	3,9
Contribución de la demanda externa	-0,3	0,6	0,7	2,3	0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
Contribución del consumo privado	3,2	2,5	-1,0	4,6	0,0	3,1	2,7	3,1	2,5
Contribución de la inversión total	3,1	2,2	1,3	1,3	1,3	1,6	1,7	1,4	1,3
Contribución del gasto público	1,2	1,1	0,8	0,3	1,4	0,9	0,0	0,9	0,0
Consumo privado (% a/a)	8,1	6,3	-2,4	12,1	0,1	8,2	6,7	8,0	6,4
Gasto público (% a/a)	7,1	6,6	4,6	1,6	9,0	5,1	0,1	5,1	0,1
Inversión total (% a/a)	7,3	5,1	3,1	3,2	3,2	4,1	4,1	3,4	3,3
Exportaciones (% a/a)	4,4	2,3	1,7	18,2	-0,3	-1,7	2,5	-2,1	1,1
Importaciones (% a/a)	6,5	-0,7	-2,2	6,6	-4,6	3,1	9,0	2,6	7,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,9	3,1	3,5	3,3	3,6	3,5	3,4	3,6	3,6
Inflación (% a/a, media)	2,1	2,9	2,5	0,9	2,0	2,3	2,3	2,7	2,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,2	4,3	0,1	1,8	1,8	2,8	2,4	3,4	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-4,7	-5,6	-7,6	-5,1	-7,4	-6,8	-6,3	-6,9	-6,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-2,2	-3,7	-1,5	-3,6	-2,8	-2,2	-2,9	-2,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,2	0,7	1,7	1,8	2,3	1,6	0,2	1,5	0,2
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	3,25	3,00	3,00	2,75	2,75	3,00	2,75	3,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,35	3,02	2,76	2,50	2,42	2,45	2,53	2,44	2,53
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,23	3,14	3,14	2,78	2,84	3,18	3,67	3,26	3,59
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,88	6,99	6,52	6,35	6,90	6,85	6,48	6,91	6,51
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,87	7,85	8,00	7,19	7,36	7,41	7,17	7,36	7,16
Crédito privado (% a/a, media)	12,9	13,1	13,1	12,3	11,1	11,3	9,0	10,5	9,6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	28,8	29,0	32,9	30,5	32,3	30,3	29,4	30,2	29,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

turero en 58,2 puntos, en tanto que las ventas de automóviles se recuperan en marzo, con una subida del 15,3%. La confianza del consumidor se está recuperando, con el fin de los confinamientos en diciembre (88,3), y la confianza en el sector inmobiliario se ha estabilizado (94,4 en diciembre), después de que el gobierno promoviera medidas para estabilizar el sector. De esta forma, se prevé un crecimiento

del PIB chino del 5,1% en 2023 y del 4,9% en 2024, si la economía consigue navegar las agitadas aguas en sus sectores financiero e inmobiliario, y evitar nuevos confinamientos (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

La inflación, por su parte, se mantiene en niveles bajos, en solo el 0,7% a/a en marzo (-0,3% t/t). Asimismo, los precios al productor (PPI) han bajado un -2,5%, en tanto que la inflación de alimentos se ha moderado hasta el 2,4%. Los datos recientes sugieren un desempeño no homogéneo, con los servicios recuperándose del efecto de los confinamientos, pero con las manufacturas más débiles aunque ganando tracción con las exportaciones creciendo un 14,8% en marzo, primer avance positivo desde hace medio año.

China

- **Se prevé que la economía china podrá crecer un 5,1% en 2023, pero aún con debilidades internas y externas.**
- **Se observa una recuperación del consumo y la manufactura.**
- **Las exportaciones chinas, sin embargo, dependerán de las debilidades en los países de destino.**
- **El banco central tiene margen para mantener una política monetaria acomodaticia porque la inflación no aprieta, excepto por un despegue en el precio de los alimentos.**

La política monetaria se mantiene estable y el banco central tiene más margen debido a que no hay tanta tensión en los precios como en Occidente. El nivel de reservas requerido a los bancos se encuentra estable desde noviembre, en 11,00%, y los tipos Reverse Repo a 7 días se sitúan en 2,09%, el de depósito en 1,50% y el de préstamos a 5 años en 4,30%.

El crecimiento se reanuda, pero China tiene muchas incertidumbres que gestionar. La primera es la geopolítica, ya que las tensiones con Estados Unidos aumentan por el tema Taiwán, pero no es la única. El proyecto de *Belt & Road* de infraestructuras tiene como objetivo conectar la “fábrica china” con el resto del mundo y reducir la dependencia de Estados Unidos como mercado. Asimismo, las relaciones con Arabia Saudita mejoran, con la creación de compromisos de suministro de petróleo a largo plazo. Por otra parte, la oferta de intermediación de China a favor de Rusia respecto al conflicto en Ucrania también ha sido de inmediato rechazada por Estados Unidos. De igual forma, en el terreno económico, China mantiene los riesgos vinculados al sector inmobiliario, que de no ser bien gestionados podrían afectar al sector financiero.

1.2.13 Indonesia

El crecimiento se moderará en 2023, pero en 2024 volverá a acelerarse.

La economía indonesia terminó el año con un crecimiento promedio del 5,3%, recuperando el ritmo de crecimiento observado hasta antes de la pandemia. A lo largo del año el consumo creció un 4,9% a/a y la inversión un 3,9%, mientras que el consumo del gobierno ha caído un -4,5%. Las exportaciones crecen un 16,3%, más fuertes en la primera mitad del año, y las importaciones crecen un 14,7%. La rupia indonesia se ha

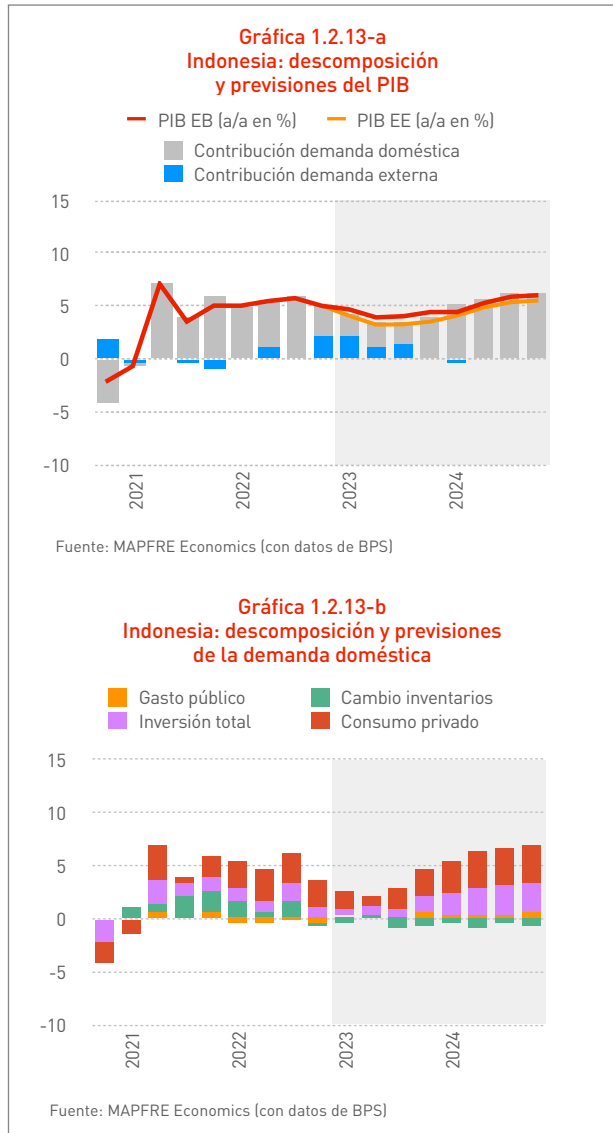


Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 _(p)	2024 _(p)	2023 _(p)	2024 _(p)
PIB (% a/a)	5,2	5,0	-2,1	3,7	5,3	4,3	5,4	3,5	5,0
Contribución de la demanda doméstica	6,2	3,6	-3,6	4,1	4,5	2,5	5,8	2,4	5,2
Contribución de la demanda externa	-1,0	1,4	1,5	-0,4	0,8	1,1	-0,2	1,1	-0,3
Contribución del consumo privado	2,8	2,9	-1,5	1,1	2,7	1,8	3,5	1,7	3,3
Contribución de la inversión total	2,2	1,5	-1,6	1,2	1,2	0,9	2,5	0,8	2,1
Contribución del gasto público	0,4	0,3	0,2	0,3	-0,4	0,3	0,4	0,3	0,5
Consumo privado (% a/a)	5,1	5,2	-2,7	2,0	4,9	3,3	6,4	3,2	6,1
Gasto público (% a/a)	4,8	3,3	2,1	4,2	-4,5	3,7	5,8	3,8	6,0
Inversión total (% a/a)	6,7	4,5	-5,0	3,8	3,9	2,9	7,9	2,6	6,6
Exportaciones (% a/a)	6,5	-0,5	-8,4	18,0	16,3	1,4	3,1	1,1	2,0
Importaciones (% a/a)	12,1	-7,1	-17,6	24,9	14,7	-3,8	4,8	-4,1	3,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	5,1	6,7	6,2	5,6	5,4	5,1	5,5	5,4
Inflación (% a/a, media)	3,3	2,8	2,0	1,6	4,2	4,0	2,1	4,2	2,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,3	2,7	1,6	1,8	5,5	2,9	2,5	3,3	2,2
Balance fiscal (% PIB)	-1,7	-2,2	-6,2	-4,6	-2,4	-3,2	-3,1	-3,2	-3,2
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,9	-2,7	-0,4	0,3	1,0	0,6	0,2	0,5	0,2
Tipo de interés oficial (final período)	6,00	5,00	3,75	3,50	5,50	5,75	5,00	5,75	5,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,70	5,51	4,06	3,75	6,62	6,66	5,86	6,99	5,90
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,98	7,10	6,10	6,38	6,93	6,75	6,69	6,98	6,62
Tipo de cambio vs USD (final período)	14.380	13.883	14.050	14.253	15.568	15.431	14.516	15.600	14.605
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16.465	15.596	17.241	16.143	16.605	16.674	16.070	16.622	16.067
Crédito privado (% a/a, media)	10,8	8,8	1,4	1,0	9,6	7,8	9,3	8,0	9,3
Crédito familias (% a/a, media)	10,2	7,9	2,1	2,2	7,8	8,1	5,0	7,9	4,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	5,6	-3,0	-6,0	-12,6	14,4	22,7	16,5	22,7	16,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	24,0	22,8	21,4	25,7	29,2	27,6	25,7	27,6	25,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

debilitado en la segunda mitad del año a niveles de 15.500 IDR/USD, coincidiendo con el fortalecimiento del dólar.

La encuesta de gestores de compras (PMI manufacturero) de marzo se situó en 51,9 puntos, lo que significa una mejoría que lleva 19 meses seguidos, a partir de unas dificultades de suministro que se redujeron y tiempos de entrega que mejoraron. Por su parte, las ventas al por menor caen en enero (-0,7%), en tanto que las ventas de automóviles, después de una caída a mediados de 2022, se siguen recuperando (+7,4%), y que la fabricación automóvil ha remitido un poco, aunque está cerca de niveles máximos.

Para los próximos trimestres, se espera un debilitamiento de los niveles de actividad económica, por ya no haber subvenciones al combustible y por el efecto de la inflación. Así, se espera que el consumo se debilite en la primera mitad del año, así como el consumo del gobierno en su esfuerzo por controlar el déficit. Las exportaciones también se moderarán comparativamente, después de un 2022 que fue de recuperación, y en 2023 coinciden un efecto de base alto con una desaceleración mundial. De esta forma, la previsión de crecimiento económico en Indonesia se sitúa en 4,3% para 2023, una desaceleración con respecto al 2022, y una vuelta a su tendencia con el 5,4% en 2024 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

Indonesia

- El consumo se moderará en 2023 por la inflación, y las exportaciones por el efecto de base y por las condiciones externas.
- La previsión de crecimiento del PIB para 2023 se sitúa en el 4,3% y en el 5,4% para 2024.
- La economía indonesia enfrenta problemas para bajar los niveles de inflación.
- La estabilidad de la moneda y el control de la inflación, prioridades del banco central.

La inflación se ha situado en el 5,0% en marzo, en ligera moderación y con efectos mixtos: al alza por la retirada de la subvención a los combustibles y a la baja en los alimentos. Por su parte, la inflación subyacente baja al 2,9% y los precios al productor suben un 5,4%. En cuanto a la tendencia, se prevé que en 2023 la inflación promedio se situará en torno al 4,0%, por los efectos de segunda ronda.

El Banco Central de Indonesia mantuvo los tipos de interés en 5,75% en la reunión de marzo. Si la inflación se estabiliza en torno al 3,5% para 2023, se habría conseguido situarla dentro del rango objetivo del 2-4%. El banco central considera que la inflación subyacente todavía habría subido hasta el primer trimestre de 2023, pero espera que esta no llegue a superar el 4,0%. Esta política monetaria restrictiva, a la par con las intervenciones en el mercado cambiario, tiene como objetivo estabilizar la moneda.

Los riesgos para la economía indonesia podrían venir de una desaceleración económica mundial, que afecte a los precios del aceite de palma y del carbón, sus principales exportaciones. La balanza por cuenta corriente está en positivo, superior al 1%, gracias a la fortaleza de las exportaciones. El tipo de cambio en el último trimestre de 2022 se ha debilitado, coincidiendo con el fortalecimiento del dólar, pero recientemente se ha estabilizado en torno a 15.200 IDR/USD. La subida de los tipos de interés de la deuda externa en dólares es un desafío para todos los países emergentes a la hora de renovar esas emisiones de deuda, y una inestabilidad en los mercados internacionales de financiación sería un desafío para Indonesia.

1.2.14 Filipinas

El mayor crecimiento de la región, aunque con una inflación que aún no está controlada.

La economía filipina creció un 7,6% en 2022, el mayor crecimiento de los países del sudeste asiático, y la mayor tasa desde 1976. El consumo privado se incrementó un 8,3% a/a, el consumo del gobierno lo hizo un 5,0% a/a, y la inversión un 10,4%. Las exportaciones muestran también un excelente comportamiento (+10,7%), pero con las importaciones creciendo más (+13,1%). Así, la balanza por cuenta corriente está fuertemente negativa (-5,8% en el tercer trimestre de 2022).

Filipinas

- La inflación no está controlada y aparenta estar todavía en fase de aceleración.
- El banco central deberá seguir endureciendo las condiciones financieras para evitar efectos de segunda ronda.
- El PIB creció un 7,6% en 2022 y se prevé que se moderará al 5,0% en 2023.
- El déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos se ha ampliado al -5,8%.

En cuanto a indicadores adelantados de actividad, el índice PMI manufacturero se estabilizó en marzo, situándose en los 52,5 puntos. La producción industrial sube un 15,4% en febrero, con el sector automóvil dando indicaciones de haber superado la crisis de semiconductores. En este contexto, la previsión es que en 2023 la economía filipina se desacelere, desde los valores récord de 2022, fundamentalmente por las tensiones en la inflación y las condiciones financieras más estrictas. De esta forma, se prevé un crecimiento del PIB en torno al 5,0%, en 2023 y del 5,2% en 2024, con una desaceleración en todos los componentes del

PIB y, en particular, del consumo y las exportaciones (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La inflación, por su parte, alcanzó un 7,7% en marzo (-0,2% m/m), ya en fase de desaceleración, pero con la subyacente en 8,0%. Con la base monetaria aumentando significativamente a finales de 2022, la inflación deberá seguir siendo alta. Por rúbricas, la alimentación ha subido un 9,5%, en tanto que la vivienda y suministros del hogar lo ha hecho un 7,5%. El Banco Central de Filipinas subió los tipos de interés en marzo en 25 pbs, hasta 6,25% (*Overnight Repo*). Los riesgos para la inflación siguen altos, y el banco prevé que siga fuera del rango objetivo de 2-4% y se sitúe en 6,1% en 2023, para bajar en 2024 al 3,1%. Estas previsiones fueron ajustadas al alza debido a la fortaleza del consumo y la ampliación de las presiones de precios, especialmente en los servicios. El banco central ve la necesidad de tomar medidas preventivas para controlar los efectos de segunda ronda, esto es, subidas de salarios que sigan alimentando la inflación.

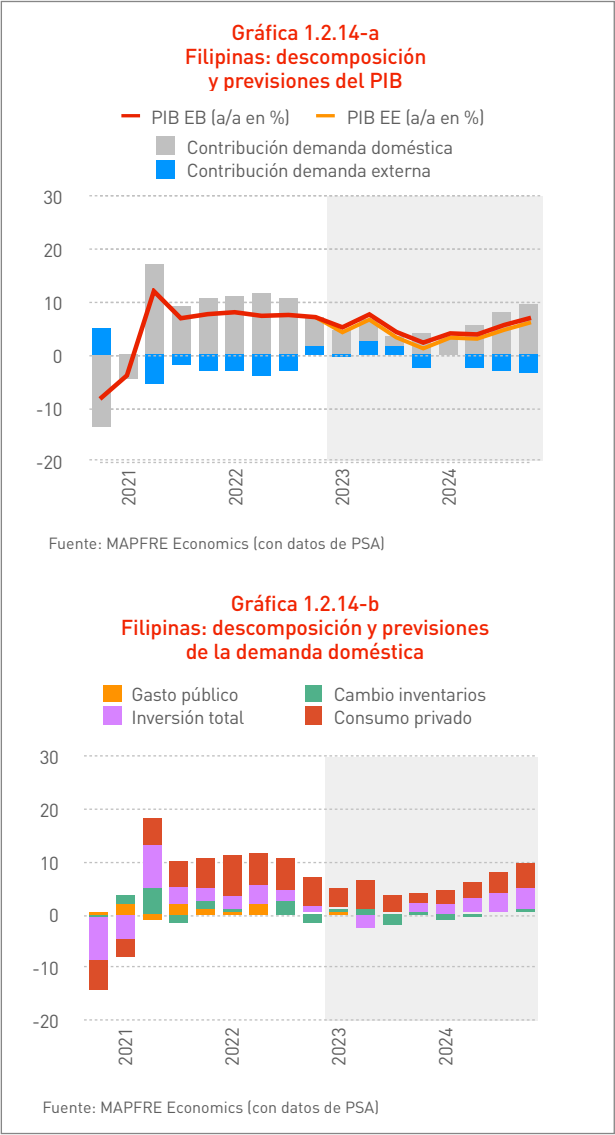
En cuanto a los riesgos a corto plazo para la economía filipina, el principal es la inflación, ya que por ahora aparenta estar en fase de aceleración. La subida de los precios importados, especialmente la energía, está ampliando el déficit por cuenta corriente, que ha alcanzado el -5,8% en el tercer trimestre de 2022. Los términos de intercambio llevan años empeorando, con el precio de las exportaciones creciendo menos que los de las importaciones. En el lado positivo, hay que reconocer el alto crecimiento económico sostenido de la economía filipina, aunque en 2023 vaya a mostrar una cierta desaceleración.

Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	6,3	6,1	-9,5	5,7	7,6	5,0	5,2	3,9	4,4
Contribución de la demanda doméstica	8,6	6,3	-13,5	8,1	9,6	3,8	6,8	3,7	6,6
Contribución de la demanda externa	-2,3	-0,2	4,0	-2,4	-2,0	0,2	-2,1	0,2	-2,2
Contribución del consumo privado	4,2	4,3	-5,8	3,1	6,1	3,6	3,4	3,5	3,3
Contribución de la inversión total	3,3	1,1	-7,3	2,1	2,3	-0,1	3,1	-0,1	3,0
Contribución del gasto público	1,5	1,1	1,3	1,1	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3
Consumo privado (% a/a)	5,8	5,9	-8,0	4,2	8,3	4,9	4,7	4,8	4,5
Gasto público (% a/a)	13,4	9,1	10,5	7,1	5,0	1,9	2,3	1,9	2,3
Inversión total (% a/a)	12,9	3,9	-27,3	9,9	10,4	-0,3	14,2	-0,4	13,7
Exportaciones (% a/a)	11,8	2,6	-16,1	8,0	10,7	-1,7	5,4	-1,9	4,4
Importaciones (% a/a)	14,6	2,3	-21,6	13,0	13,1	-1,7	9,5	-1,8	9,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	4,6	8,7	6,8	4,3	4,7	4,6	4,7	4,8
Inflación (% a/a, media)	5,3	2,4	2,4	3,9	5,8	5,5	2,9	5,9	3,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,1	1,4	2,9	3,6	7,9	2,7	3,2	3,3	3,1
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-3,4	-7,6	-8,6	-7,3	-6,5	-5,7	-6,5	-5,7
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,6	-0,8	3,2	-1,5	-4,8	-2,8	-2,8	-3,1	-2,8
Tipo de interés oficial (final período)	4,75	4,00	2,00	2,00	5,50	6,00	5,00	6,25	4,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,03	3,97	2,00	1,81	5,50	6,37	4,94	6,69	5,00
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,05	4,44	2,97	4,72	6,91	6,05	5,76	6,19	5,68
Tipo de cambio vs USD (final período)	52,72	50,74	48,04	50,27	56,12	55,46	53,20	56,10	53,61
Tipo de cambio vs Euro (final período)	60,37	57,01	58,94	56,93	59,86	59,93	58,89	59,78	58,97
Crédito privado (% a/a, media)	16,8	9,5	4,0	0,9	8,3	6,1	8,1	6,4	8,1
Crédito familias (% a/a, media)	14,3	12,8	11,2	-2,1	7,7	11,6	10,5	11,4	10,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	10,3	6,9	-7,9	8,2	13,4	11,8	7,0	11,7	7,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	6,4	5,0	3,4	-0,4	-2,7	-1,5	2,0	-1,6	2,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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



2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

2.1.1 Mercados globales

La revisión de las estimaciones de crecimiento económico para 2023 apuntan a una desaceleración global menos acusada de lo inicialmente previsto en nuestro informe previo, con un crecimiento mundial que podría situarse en torno al 2,8% (3,4% en 2022), por la reapertura de China, la normalización de las cadenas de suministros y una moderación en los precios de la energía, lo que, en consecuencia, dibuja un panorama más benigno para la demanda de aseguramiento en este año. Asimismo, los datos de inflación comienzan a dar algunas señales de mejoría, pero continúan en niveles altos, especialmente la inflación subyacente, por lo que la rentabilidad de las entidades aseguradoras seguirá sometida a cierta presión por el encarecimiento del coste de las reclamaciones y demás gastos operativos en tanto persista esta situación.

Los últimos datos publicados y las previsiones indican que la inflación sigue moderándose, aunque con cierta falta de sincronía entre los distintos países, a medida que va haciendo efecto el endurecimiento de las políticas monetarias restrictivas implementadas por los bancos centrales de forma prácticamente generalizada en todo el mundo, tanto en los mercados desarrollados como en los emergentes (con algunas

excepciones importantes como son los casos de Japón y China). De esta forma, se van trasladando a la economía real los efectos de las subidas de tipos de interés y la contracción del crédito bajo la forma de menores crecimientos económicos, los cuales pueden hacerse más patentes en los próximos meses de este año en un aterrizaje que, sin embargo, se estima será relativamente suave.

El sector del automóvil está dando claros síntomas de mejoría por la normalización de los problemas de las cadenas de suministros, por lo que el panorama para el negocio y rentabilidad de los seguros de autos (que se está beneficiando de una cierta demanda embalsada) ha mejorado, si bien el endurecimiento de las condiciones para la financiación de la adquisición de nuevos vehículos puede pesar en el negocio en los próximos meses. Por otro lado, el entorno de altos tipos de interés derivados de las políticas monetarias restrictivas seguirá siendo un estímulo adicional para el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro, y la menor inflación, el buen comportamiento de los tipos de cambio en ciertos mercados (como Brasil y México) y los altos tipos de interés pueden ayudar a mejorar la rentabilidad del sector asegurador en 2023, tras el complejo año vivido en 2022.

Por último, es de destacar que los mercados financieros han tenido un buen comienzo de año, a pesar de las turbulencias causadas por los problemas de algunos bancos pequeños y medianos en los Estados Unidos

y del Credit Suisse en Europa. Ello ha elevado la incertidumbre y ha generado cierta fragilidad en la confianza de los inversores, aunque la decidida intervención y los mensajes de los bancos centrales han ayudado a tranquilizar a los mercados, si bien subsiste cierta incertidumbre sobre la posibilidad de que las subidas aceleradas de tipos de interés que se están implementando puedan provocar algún accidente financiero adicional. Tras esta situación, se estima que los bancos centrales estarían alcanzando el techo en las subidas de tipos de interés, pudiendo verse alguna subida adicional en aquellos que comenzaron más tarde el proceso de endurecimiento monetario, si bien con niveles de inflación que todavía se encuentran lejos de sus objetivos, por lo que mantendrán una política monetaria restrictiva hasta que existan síntomas claros de que la inflación está controlada. Asimismo, el mejor comportamiento de los índices de renta variable (tras las caídas vividas en el año previo) puede ayudar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales pueden aprovechar igualmente la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija en la combinación de productos que se lancen al mercado.

2.1.2 Eurozona

La estimación de crecimiento económico en 2023 para la Eurozona se sitúa en torno al 0,6% (3,5% en 2022), mejorando una vez más las previsiones realizadas a lo largo del año previo que apuntaban a una ligera recesión. La moderación en los precios de la energía y la rápida salida de los confinamientos de la economía de China, han hecho mejorar las perspectivas económicas para este año. No obstante, este panorama supone que la actividad económica en la zona euro se mantenga en niveles modestos, conforme se van trasladando a la economía real los efectos del endurecimiento de las condiciones de financiación y la restricción en el crédito, lo cual puede complicar el panorama para el sector asegurador conforme se vaya materializando y en tanto el Banco Central Europeo (BCE) decida mantener una política monetaria restrictiva en su lucha contra la inflación. De momento, la normalización de las cadenas de

suministros y de los precios de la energía han impulsado la producción del sector automovilístico, aumentando las nuevas matriculaciones de vehículos, con el efecto positivo que esto supone para el segmento de los seguros de autos. Por su parte, las subidas de tipos de interés han hecho revivir a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales que, tras una década de un entorno de bajos tipos de interés, prácticamente habían desaparecido del mercado. Por otro lado, la mejora en la rentabilidad financiera de las carteras de inversiones, la inflación a la baja y la revisión de las tarifas aplicadas en 2023 para compensar el encarecimiento de los costes de las reclamaciones y demás gastos operativos, pueden ayudar a mejorar la rentabilidad del sector asegurador, que sigue sometido a cierta presión por el repunte de los precios.

El BCE ha continuado endureciendo su política monetaria con dos nuevas subidas de tipos, de 50 puntos básicos cada una, en los meses de febrero y marzo, dejando los tipos de interés en el 3,5% para las operaciones principales de financiación y 3% la facilidad de depósito, y apuntando la posibilidad de nuevas subidas de tipos más moderadas para las próximas reuniones, dependiendo de los datos de inflación que, aunque empiezan a moderarse, continúan en niveles altos para el conjunto de la Eurozona, situándose en el 6,9% en el mes de marzo (8,5% en febrero), frente a una inflación promedio del año 2022 del 8,4%. Por otra parte, en el mes de marzo comenzó el programa de contracción cuantitativa del BCE, reduciendo la tenencia de bonos a un ritmo de 15 mil millones de euros mensuales durante cuatro meses, sin alterar su hoja de ruta a pesar de las turbulencias sufridas por el sector bancario, pero dejando claro que si fuera preciso utilizará los medios de los que dispone para estabilizar al sistema financiero. Este mensaje ayudó a rebajar la tensión en las primas de riesgo de los bonos soberanos de los países periféricos, que habían comenzado a repuntar de forma significativa.

En el análisis de las curvas de tipos de interés libres de riesgo del mes de marzo respecto de las de diciembre del año anterior que son producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA)¹⁰, se aprecia una

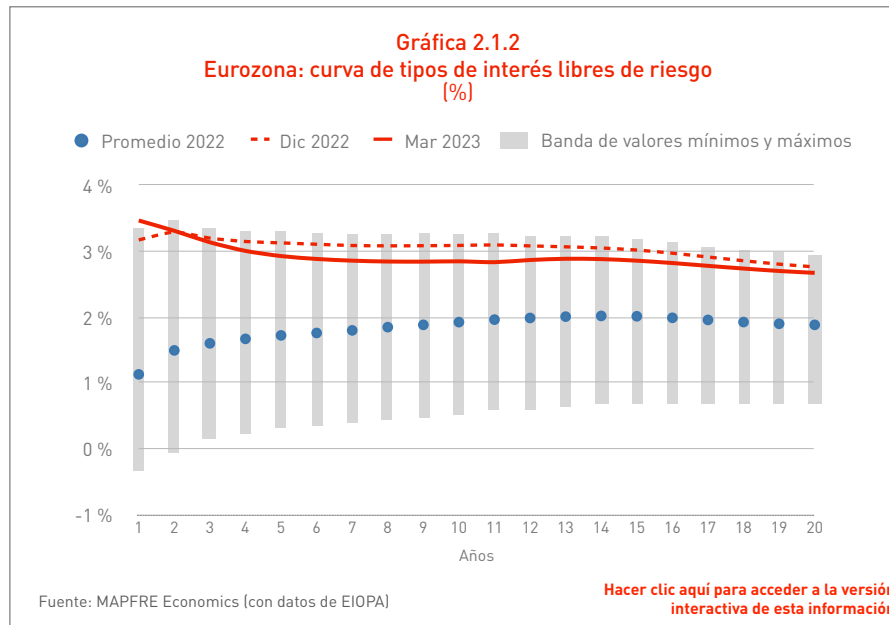
subida de los tipos de interés en el tramo corto de la curva y una caída en todos los tramos con vencimientos por encima de los dos años (que quedan por debajo de los tipos del mes de diciembre), lo que ha llevado a una inversión significativa de la curva de tipos de interés libres de riesgo que afecta prácticamente a todos sus tramos, especialmente los vencimientos hasta cinco años (véase la Gráfica 2.1.2). Las subidas de tipos de interés libres de riesgo siguen dibujando un panorama favorable para el negocio de Vida ahorro, aunque la inversión de la curva de tipos viene a complicar la gestión de este negocio que tiene que adaptarse a un nuevo entorno en el que la prima por plazo es negativa, más adecuada para productos con duraciones más cortas y renovaciones periódicas y más complejo para los productos a más largo plazo como son las rentas vitalicias tradicionales. Por otro lado, el índice Euro Stoxx 50 se revalorizó un 11,9% en lo que va de año, hasta finales de marzo, y en el mercado

estadounidense se revalorizaron el S&P500, un 7,5%, y, en mayor medida, el Nasdaq Composite, un 17,7%. Este mejor comportamiento de los índices (tras las caídas vividas en el año previo) puede ayudar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales pueden aprovechar también la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija en la combinación de productos que se lancen al mercado.

2.1.3 Alemania

Las previsiones indican que, en 2023, la economía alemana no tendrá crecimiento real (1,9% en 2022). A pesar de ello, esto supone una mejora en las estimaciones de crecimiento del PIB alemán que, en anteriores trimestres, apuntaban hacia una recesión. Esta nueva visión se sustenta en la moderación observada en el precio de la energía y en la rápida normalización de las cadenas de suministro, que han hecho mejorar las perspectivas económicas para este año. En cualquier caso, se trata de una situación de estancamiento de la economía alemana en la que influye de manera importante una demanda débil, a consecuencia del endurecimiento de las condiciones de financiación. El nivel de inflación, por su parte, continúa siendo elevado (8,7% y 7,4% en los meses de febrero y marzo, respectivamente; cerrando la media para el conjunto del año 2022 en el 6,9%). Ello sigue dibujando un panorama complicado para el desarrollo del negocio y rentabilidad del sector asegurador en el segmento de No Vida (a consecuencia de la alta inflación), situación que podría mejorar en 2024 con un crecimiento económico estimado en torno al 1,3% y una inflación prevista a la baja (1,8%).

Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano alemán, que había experimentado un fuerte repunte en el mes de diciembre a raíz del endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE, ha seguido avanzando en sus tramos cortos con las dos últimas subidas de tipos de interés en 2023. No obstante, a finales del mes de marzo, los tramos más



largos de la curva apenas se han movido respecto del mes de diciembre, por lo que la curva de rendimientos ha incrementado su pendiente negativa. Esta situación de los tipos de interés sigue dibujando un entorno propicio para el negocio de Vida ahorro con tipos de interés garantizados a plazos más cortos y renovaciones periódicas, y más complejo para los productos con tipos de interés garantizados de mayor duración, así como para las rentas vitalicias tradicionales en virtud de la inversión de la curva de tipos de interés libres de riesgo. El DAX alemán, por su parte, continúa con un comportamiento volátil, pero se ha recuperado con una revalorización del 11,1% en el primer trimestre del año, tras la caída del -12,3% en el año 2022, quedando cerca de sus máximos históricos. Este mejor comportamiento de la renta variable (tras las caídas vividas en el año previo) puede ayudar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales pueden aprovechar, asimismo, la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija en la combinación de productos que se ofrezcan en el mercado.

2.1.4 Italia

La previsión para la economía italiana en 2023 es de una desaceleración en el crecimiento del PIB hasta el 0,8% (3,8% en 2022), pero sin entrar en recesión. Esto supone una revisión al alza de la estimación de crecimiento para este año respecto a la considerada en nuestro informe previo, en base a unos indicadores económicos que continúan sorprendiendo de forma positiva. Sin embargo, se trata de un entorno económico débil, a consecuencia del endurecimiento de las condiciones financieras para los hogares y las empresas, con un nivel de inflación que, aunque se empieza a moderar, continúa siendo elevado (9,1% y 7,7% en los meses de febrero y marzo, frente a una inflación media del 8,2% en 2022). Esta situación económica dibuja un panorama todavía complejo para el desarrollo y rentabilidad del sector asegurador, especialmente para el segmento de No Vida.

Por otro lado, la prima de riesgo de la deuda soberana italiana se ha visto afectado por las turbulencias vividas en el sector bancario en ambos lados del Atlántico, que tensionaron significativamente la prima de riesgo del bono soberano italiano, aunque posteriormente se volvió a reducir tras el mensaje del BCE. En cualquier caso, la rentabilidad del bono a diez años se ha mantenido por encima del 4% y la curva de tipos de la deuda soberana sigue marcando una pronunciada pendiente positiva. Este entorno de tipos de interés más elevados y una curva de tipos que permite ofrecer rentabilidades en los productos a medio y largo plazo significativamente superiores a los tipos a corto plazo (prima por plazo), continúa dibujando un panorama adecuado para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. Por otra parte, los mercados de renta variable, aunque siguen con un comportamiento volátil, se revalorizaron en el primer trimestre del año y, en particular, el FTSE MIB subió un 12,2% en el primer trimestre del año. Este mejor comportamiento de la renta variable (tras las caídas observadas en 2022) puede ayudar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de amplia difusión en el mercado italiano, los cuales pueden aprovechar igualmente, como ocurre en otros mercados europeos, la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija.

2.1.5 España

Las expectativas de crecimiento económico para la economía española en 2023 mejoran respecto a lo considerado en nuestro informe del trimestre anterior, hasta situarse en el 1,7% (5,5% en 2022), lo que llevaría a superar en este año el nivel de producción anterior a la pandemia. La moderación de los precios de la energía y la normalización de los problemas en las cadenas de suministros están ayudando a determinados sectores de actividad, como es el caso del automovilístico, mejorando las exportaciones y las nuevas matriculaciones de vehículos, lo que favorece la recuperación del negocio de los seguros de autos. Sin embargo, se trata todavía de un entorno de débil actividad económica, a consecuencia del endurecimiento de las condiciones financieras para los hogares y las

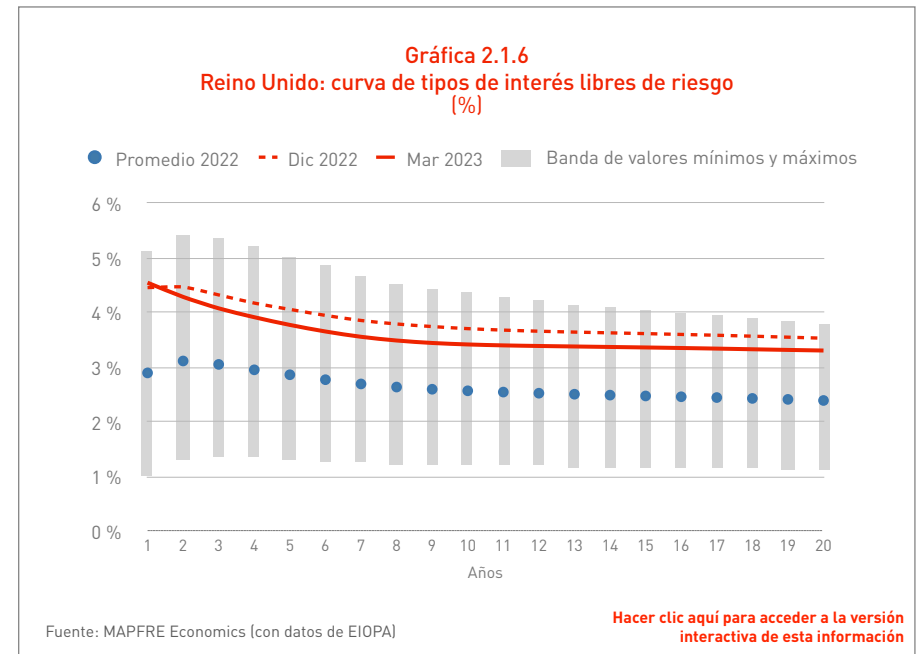
empresas, el cual se va a mantener hasta que la inflación no de síntomas claros de moderarse en el conjunto de la Eurozona, a pesar de que en España ya está dando síntomas de una moderación más evidente, con una inflación interanual del 6% y 3,3% en los meses de febrero y marzo, respectivamente, lejos ya de la inflación media del 8,4% de 2022. Este entorno dibuja un panorama de crecimiento moderado para el negocio asegurador y unas mejores perspectivas para su rentabilidad (esencialmente por la menor inflación). La previsión para 2024 es que la economía española siga desacelerándose, con un crecimiento estimado del 1,4%, conforme se vayan trasladando a la economía real los efectos del endurecimiento de las condiciones de financiación, lo que puede pesar igualmente en los crecimientos del sector asegurador.

2.1.6 Reino Unido

La previsión para la economía del Reino Unido en 2023 anticipa un estancamiento del PIB (4,0% en 2022), situación que podría mejorar en 2024 con un crecimiento estimado del 1,6%. Esto supone una importante desaceleración de su economía, a pesar de que la revisión de las previsiones respecto a las del trimestre previo han implicado una mejora, puesto que se anticipaba una recesión, una vez superados los problemas en las cadenas de suministros y el repunte en los precios de la energía. En cualquier caso, el panorama sigue siendo complejo para el desarrollo del mercado asegurador británico, especialmente para el segmento de No Vida, en un entorno de inflación alta que no muestra síntomas de mejoría (10,1% y 10,4% en los meses de enero y febrero, respectivamente, frente a una inflación media del 9,1% de 2022), lo que continúa erosionando la renta disponible de los hogares y la rentabilidad del sector asegurador, manteniéndose elevada la presión sobre los precios de los seguros.

Respecto al entorno que enfrentan los seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, ante los malos datos de inflación el Banco de Inglaterra ha vuelto a incrementar los tipos de interés en sus reuniones del mes de febrero y marzo en 50 y 25 puntos

básicos, respectivamente, dejándolos en el 4,25%. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del cierre del mes de marzo (véase la Gráfica 2.1.6), puede apreciarse un ligero repunte en los tipos a un año y un retroceso de los tipos de interés libres de riesgo en todos los tramos de la curva respecto de la del mes de diciembre, con una curva que gana pendiente negativa. Se trata de un entorno de tipos de interés complejo de gestionar para las entidades aseguradoras. El alto nivel de los tipos de interés a corto plazo continúa siendo favorable para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de duraciones cortas y revisión de tipos en cada renovación, aunque menos favorable para la comercialización de rentas vitalicias con tipos de interés garantizados, en un entorno de tipos de interés reales negativos y una curva que incrementa una pendiente negativa que afecta ya a todos sus

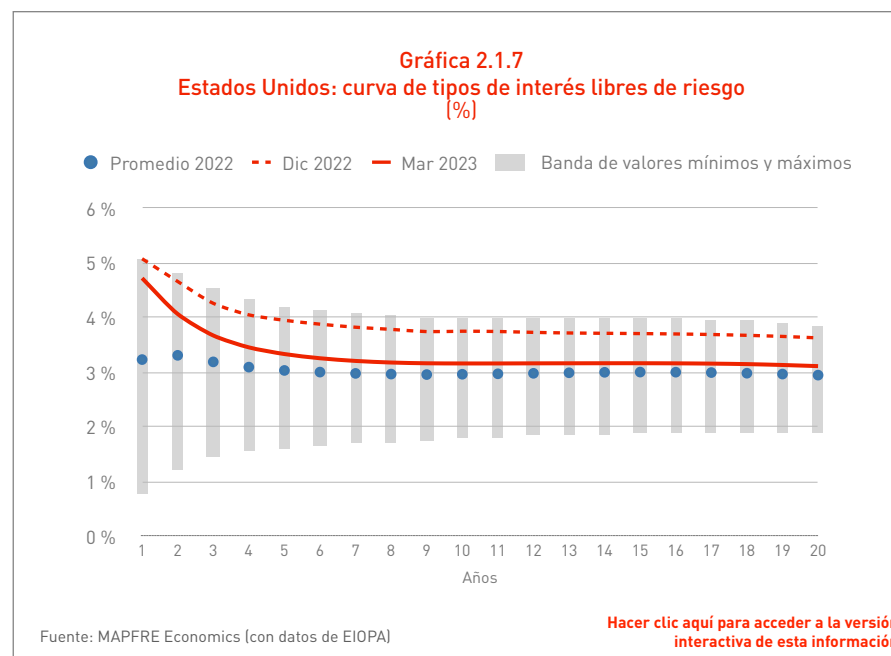


tramos. En cuanto a la renta variable, el FTSE 100 continúa expuesto a una elevada volatilidad, cerrando el primer trimestre con un ligero incremento del 1%, lo que unido al buen comportamiento de los principales índices de renta variable a nivel internacional en el trimestre, sigue favoreciendo la comercialización de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de gran arraigo en este mercado, con productos que pueden aprovechar también la mayor rentabilidad de la renta fija.

2.1.7 Estados Unidos

La previsión de crecimiento económico para Estados Unidos en 2023 se sitúa en torno al 1,0% (2,1% en 2022), lo que supone una desaceleración significativa de su economía respecto al año previo, a pesar de la mejora en las expectativas de crecimiento para este año respecto a las previsiones de nuestro informe del trimestre anterior. No obstante, se rebajan las previsiones para el próximo año, con un crecimiento estimado en 2024 del 0,7%, a consecuencia del endurecimiento de las condiciones de financiación, con unos tipos de interés en niveles no vistos en los últimos quince años y potenciales problemas de contracción del crédito (en especial ante los problemas de liquidez que han afectado a los bancos medianos y pequeños en este país tras las quiebras del mes de marzo). La inflación, por su parte, continúa dando síntomas de relajación (6% y 5% en los meses de febrero y marzo, respectivamente, frente a una inflación media del 8,0% de 2022), y el mercado laboral continúa dando síntomas de fortaleza, lo que puede ayudar a mantener un crecimiento moderado para el negocio asegurador y mejorar su rentabilidad, la cual en el año previo resultó afectada de forma negativa por el fuerte repunte no esperado de la inflación. Las subidas de tipos de interés contribuyen también a mejorar el panorama en cuanto a la rentabilidad futura de sus carteras de inversiones.

La Reserva Federal de los Estados Unidos ha vuelto a elevar los tipos de interés, con dos subidas adicionales en 2023 de 25 puntos básicos cada una en las reuniones de febrero y marzo, quedando en un rango entre el 4,75% y el 5%. Se prevé que aún podría verse alguna subida adicional de 25 puntos básicos, aunque ha aumentado la incertidumbre en este sentido por los problemas surgidos en algunos bancos pequeños y medianos de este país. La Reserva Federal ha mantenido su postura de que seguirá aplicando una política monetaria restrictiva en tanto no existan indicios sólidos de que la inflación está controlada en niveles cercanos a su objetivo del 2%, con unos datos que siguen mejorando, pero que todavía quedan lejos de ese objetivo. En la curva de tipos de interés libre de riesgo de mercado del mes de marzo producida por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7) se aprecia una caída en los tipos de interés en todos los tramos de la

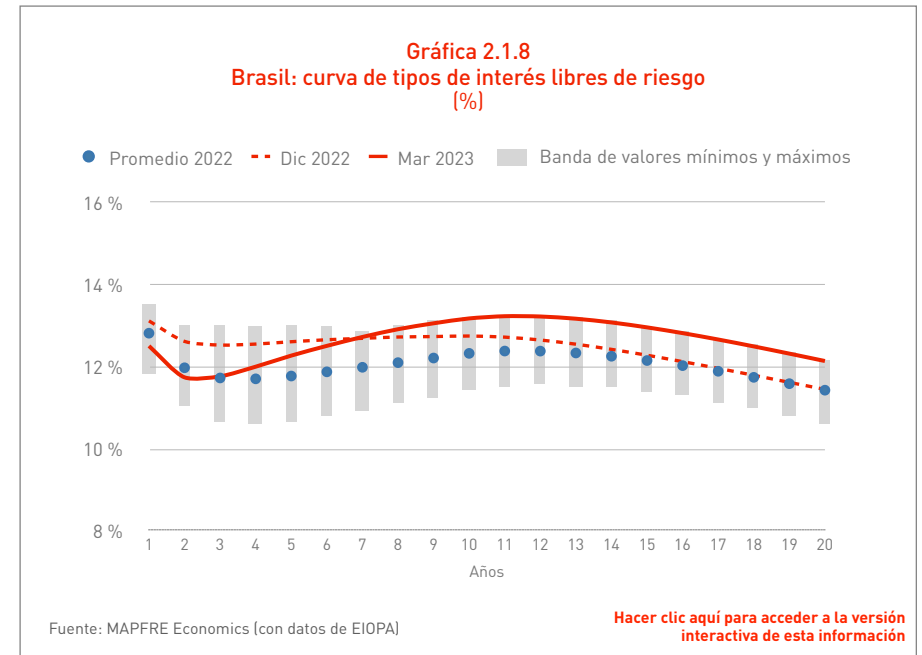


curva, alejándose de los valores máximos marcados en el año 2022. Se trata de un desplazamiento prácticamente paralelo, por lo que la curva sigue presentando una pendiente negativa que afecta a todos sus tramos, aunque de forma más acusada en su tramo medio. De esta forma, los altos niveles de los tipos de interés libres de riesgo siguen dibujando un panorama favorable para el negocio de Vida ahorro, pero la inversión de la curva de tipos viene a complicar la gestión de este negocio que tiene que adaptarse a un nuevo entorno en el que los tipos a corto plazo son superiores a los tipos a largo (prima por plazo negativa), el cual podría ser propicio para productos con duraciones más cortas y renovaciones periódicas, aunque más complejo para los productos de mayor duración, así como para las rentas vitalicias tradicionales.

Por otro lado, el índice el S&P500 se había revalorizado un 7,5% hasta finales de marzo y el Nasdaq Composite un 17,7%. Esta recuperación parcial de los índices de renta variable puede ayudar al desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy comunes en el mercado de los Estados Unidos, los cuales pueden aprovechar también la mayor rentabilidad que ofrece la renta fija en la combinación de productos.

2.1.8 Brasil

La estimación del crecimiento económico para la economía brasileña en 2023 se sitúa en el 0,8% (3,0% en 2022), lo que supone una ligera rebaja en la previsión de crecimiento para este año respecto a nuestro informe previo. El endurecimiento de las condiciones financieras por la política monetaria restrictiva implementada por el Banco Central de Brasil se está trasladando a la economía real, con una inflación que continúa moderándose, pero que se sitúa todavía por encima del rango objetivo. Esto puede llevar a una desaceleración del mercado asegurador, principalmente en el segmento de No Vida, si bien la normalización de las cadenas de suministros y de los precios de la energía han impulsado la



producción del sector automovilístico también en Brasil, aumentando la producción y las nuevas matriculaciones de vehículos, con el efecto positivo que esto supone para el segmento de los seguros de autos. Por otra parte, la rentabilidad de las entidades aseguradoras podría mejorar por la moderación de la inflación (5,6% y 4,65% en los meses de febrero y marzo, respectivamente, frente a una inflación media del 9,3% de 2022). Asimismo, las previsiones económicas siguen apuntando hacia una mejoría en 2024, con una estimación de crecimiento económico en el entorno del 2,0%.

En cuanto al entorno de tipos de interés, de gran relevancia para el negocio asegurador por el amplio desarrollo de los seguros de Vida ahorro en el mercado brasileño, es de destacar que el banco central volvió a

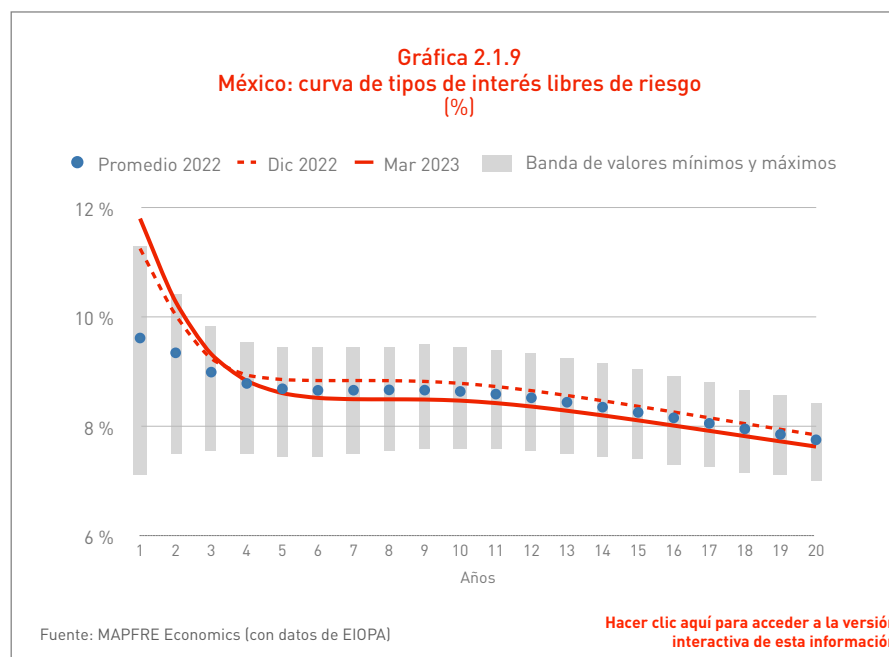
tomar la decisión de mantener los tipos de interés en el 13,75% en sus reuniones de los meses de febrero y marzo (quinta vez consecutiva) con una inflación que sigue reduciéndose, aunque de forma más moderada y todavía por encima de su rango objetivo. Este entorno de tipos de interés reales positivos continúa siendo favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, con unos tipos de interés que ofrecen rentabilidades significativamente superiores a los últimos datos de inflación. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA correspondientes al cierre del mes de marzo (véase la Gráfica 2.1.8) se observa una caída en los tramos corto y medio de la curva hasta vencimientos inferiores a siete años, presentando una pequeña pendiente negativa en sus primeros tramos, lo que sigue favoreciendo el desarrollo de productos respaldados con bonos soberanos de vencimientos cortos, muy habituales en este mercado (VGBL y PGBL), e incluso se hace más atractiva la posibilidad de entrar en bonos con mayores duraciones, aprovechando el aumento del nivel de los tipos de interés en los tramos más largos, los cuales quedan por encima de los tipos a corto (prima por plazo positiva en los tramos largos).

2.1.9 México

Si bien se mantiene una situación de debilidad en la dinámica económica, para el caso de México las expectativas de crecimiento del PIB para 2023 mejoran ligeramente respecto a nuestro reporte anterior, estimándose en torno al 1,2% (3,1% en 2022). Aún en un entorno de fragilidad económica, los niveles de actividad podrían mejorar de cara al año 2024, en el que el crecimiento del PIB podría situarse en torno al 1,5%. La economía mexicana sigue acusando el efecto de los altos tipos de interés que, en las últimas reuniones del Banco de México, se han vuelto a elevar, manteniendo una política monetaria restrictiva en tanto la inflación no muestre signos claros de volver a su rango objetivo. Esto puede llevar a una desaceleración del mercado asegurador, principalmente en el segmento de No Vida, aunque (como ha ocurrido en otros países), la normalización de las cadenas de suministros y de los precios de la energía

han impulsado la producción del sector automovilístico, mejorando las exportaciones y las nuevas matriculaciones de vehículos, con el efecto positivo que esto supone para el segmento de los seguros de autos. Por su parte, la moderación de la inflación (6,85% en el mes de marzo, frente al 7,9% de inflación media en 2022) y la mayor rentabilidad de las carteras de inversiones podrían ayudar a mejorar la rentabilidad del sector asegurador en este año.

Respecto al entorno de tipos de interés, el Banco de México decidió aplicar dos subidas adicionales en el tipo de interés de referencia de la política monetaria en los meses de febrero y marzo de 50 y 25 puntos básicos, respectivamente, dejándolo en el 11,25%. Así, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9) se



aprecia una ligera subida en los tramos más cortos de la curva con vencimientos hasta cuatro años, significativamente invertida en estos tramos, así como una ligera caída y una curva más aplanada en los tramos más largos. Por ello, este entorno de tipos de interés sigue siendo apropiado para el desarrollo de los seguros de Vida ahorro que pueden ofrecer una remuneración significativamente superior a los últimos datos de inflación. La inversión de la curva de tipos de interés continúa siendo favorable para el lanzamiento al mercado de productos de ahorro con garantías de tipos a plazos más cortos y revisiones periódicas de los tipos garantizados.

2.1.10 Argentina

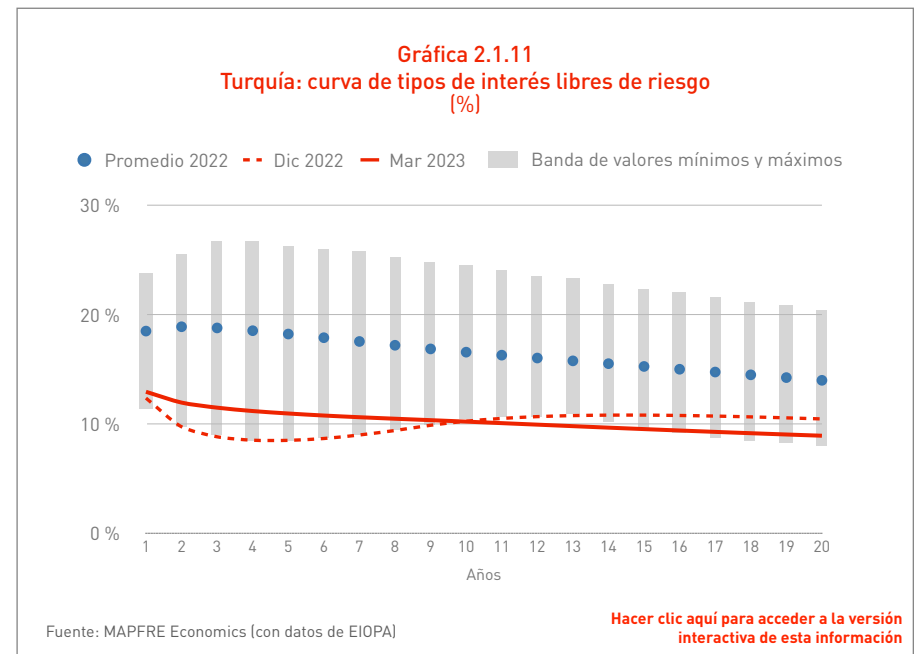
En Argentina, las expectativas económicas para 2023 empeoran con relación a las previsiones del trimestre anterior, anticipando una recesión con un retroceso del PIB en el entorno del -0,7% (5,3% en 2022), tras las graves sequías que están sufriendo en la región. Asimismo, la inflación sigue en niveles extremadamente altos (102,5% en el mes de febrero, frente a una inflación media de 2022 del 72,4%) y el tipo de cambio frente al dólar continúa depreciándose. Este contexto económico sigue dibujando un panorama muy complejo para el negocio y rentabilidad del sector asegurador. Las estimaciones indican que la economía argentina podría volver a crecer en torno al 1,9% en 2024, lo que haría mejorar el entorno para la actividad aseguradora para el próximo año.

Por otro lado, en su reunión de marzo el banco central decidió incrementar el tipo de interés de referencia en tres puntos porcentuales, hasta el 78%, ante el repunte de la inflación que alcanzó los tres dígitos. Todo ello, en un entorno de tipos de interés reales que siguen profundizando en el terreno negativo, por lo que se repite el panorama para los seguros de Vida vinculados al ahorro, el cual continúa siendo muy complejo, al no disponer en el mercado de activos financieros con una seguridad y rentabilidad suficientes para respaldar productos que puedan

compensar la pérdida de poder adquisitivo provocada por una inflación tan elevada.

2.1.11 Turquía

Se mantienen las previsiones para la economía turca para 2023, con un crecimiento estimado del 1,6% (5,6% en 2022), lo que supone una situación de desaceleración económica que podría ir mejorando hacia el próximo año con un crecimiento estimado en 2024 en torno al 2,0%. La inflación, por su parte, continúa en niveles muy elevados, aunque pareciera estar dando algún síntoma de relativa moderación (55,18% y 50,51% en los meses de febrero y marzo, respectivamente, frente a una inflación media en 2022 del 72,3%). El banco central turco ha decidido



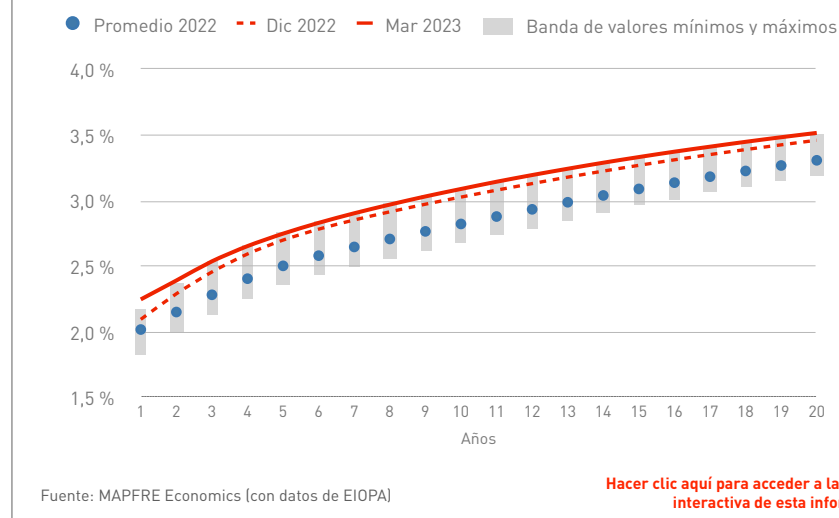
seguir aplicando una política monetaria heterodoxa y ha reducido los tipos de interés dejándolos en el 8,5% en su reunión de febrero, manteniéndolo en ese nivel en la reunión de marzo. La desaceleración económica prevista apunta a un panorama de crecimiento moderado del sector asegurador y los mejores datos de inflación podrían llegar a ayudar a mejorar su rentabilidad, si bien no dejan de ser niveles muy elevados que mantienen la presión al alza sobre los precios de los seguros.

El negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro continuará lastrado por el efecto de la política monetaria en un entorno de elevada inflación, la cual sigue generando una situación de tipos de interés reales negativos, aunque en los últimos meses se haya reducido la brecha entre la inflación y los tipos de interés nominales. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11), puede observarse una subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en los tramos corto y medio de la curva y una caída en los tramos largos, con una curva con pendiente negativa en todos sus tramos que queda todavía muy lejos de poder compensar la pérdida de poder adquisitivo que conlleva la alta tasa de inflación, por lo que el panorama sigue siendo muy complejo para el negocio asegurador.

2.1.12 China

Tras el proceso de reapertura, las expectativas en 2023 para la economía de China mejoran con relación a nuestras previsiones del trimestre anterior, anticipando un crecimiento del PIB real en torno al 5,1% (3,0% en 2022). Esta alza de las expectativas se apoya en la rápida reapertura de la economía tras el largo período de confinamientos, en una política monetaria acomodaticia y en la moderación de los precios de la energía, situación que se trasladaría al año 2024 en el que se espera un crecimiento económico en torno al 4,9%. Se trata de un contexto de actividad económica para los próximos dos años que favorecerá el desarrollo del sector asegurador en todas sus líneas de negocio.

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



Por otro lado, el entorno de tipos de interés sigue siendo muy favorable para los seguros de Vida ahorro. La inflación en China estaba volviendo a repuntar, situándose en el 2,1% en el mes de enero, pero ha vuelto a caer en febrero al 1,0% y en marzo al 0,7% (la inflación media del año 2022 fue del 2,0%), permitiendo al banco central continuar aplicando una política monetaria acomodaticia dejando los tipos de interés en el 3,65% en sus reuniones de febrero y marzo. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12), se observa una ligera subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado, situándose en torno a los valores máximos del año 2022, incluso por encima en los tramos más cortos de la curva. Los tipos a largo plazo, por su parte, se sitúan significativamente por encima de los tipos a corto plazo, ofreciendo una prima por plazo positiva, entorno que continúa

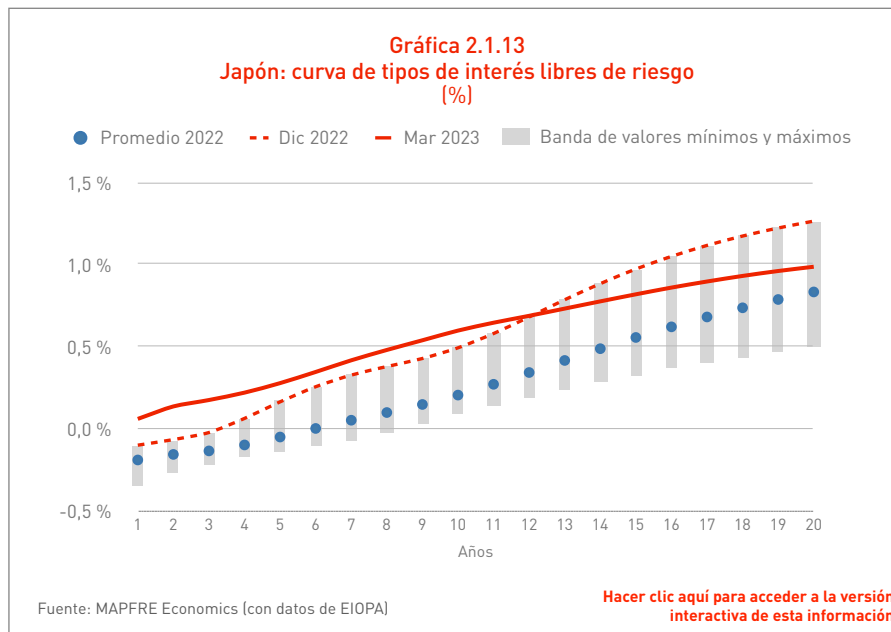
siendo altamente favorable para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, con una curva que permite ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto, por encima de la inflación.

2.1.13 Japón

En Japón, se mantienen las expectativas económicas para 2023, las cuales anticipan un crecimiento del PIB en torno al 1,1% (1,0% en 2022). Se trata de un crecimiento moderado pero sostenido, en línea con lo que venía siendo el comportamiento de la economía nipona antes de la pandemia, lo que puede ayudar al sector asegurador a mantener tasas de crecimiento igualmente moderadas, en un contexto en el que se ha recuperado la

confianza de los consumidores, tras un año 2022 en el que el crecimiento económico quedó por debajo de lo inicialmente previsto.

En cuanto al segmento de los seguros de Vida, el Banco de Japón ha decidido no alterar su política monetaria ultra acomodaticia. En este sentido, en su reunión del mes de marzo, ha dejado los tipos de interés a corto plazo en el -0,1% y el bono soberano a diez años en torno al 0%, a pesar de una inflación que ha seguido repuntando (4,3% y 3,3% en los meses de enero y febrero, respectivamente, lejos de su objetivo del 2%). En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13) se siguen observando perturbaciones en una curva de tipos que ha perdido parte de la pendiente que había ganado en el anterior trimestre; no obstante, presenta valores positivos en todos sus tramos. De esta forma, la curva permite ofrecer una prima por plazo positiva, con unas rentabilidades, si bien por debajo de la inflación, a las que el mercado nipón no está acostumbrado, lo cual complica la gestión de este negocio.



2.1.14 Filipinas

En Filipinas, las expectativas económicas para 2023 anticipan un crecimiento del PIB del 5,0% (7,6% en 2022). Esto supone una ligera revisión al alza, impulsada principalmente por la moderación en los precios de la energía, lo que continúa dibujando un panorama propicio para el desarrollo del negocio asegurador. Por su parte, la inflación continúa alta, situándose en el 7,6% en el mes de marzo (la inflación media del año 2022 fue del 5,8%), lo que continúa poniendo presión en la rentabilidad y en los precios de los seguros, al encarecer el coste de las reclamaciones y otros gastos operativos.

Con relación al segmento de los seguros de Vida vinculados al ahorro, el banco central filipino continúa endureciendo su política monetaria y ha vuelto a elevar el tipo de referencia en su reunión de marzo hasta el 6,25%. La rentabilidad del bono soberano a dos años se situaba en el 5,8%

a finales de marzo, en tanto que el bono soberano a diez años se hallaba en el 6,25%, con lo que el entorno de tipos de interés se ha vuelto más complejo para la comercialización de los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, con una curva más aplanada y unos tipos de interés que no compensan la pérdida de poder adquisitivo a consecuencia de la inflación, entrando en una situación de intereses reales negativos.

2.1.15 Reaseguro

Según las últimas estimaciones¹¹, los desastres naturales provocaron pérdidas económicas mundiales que, en 2022, se elevaron a 275 miles de millones de dólares, de los cuales 125 miles de millones de dólares disponían de cobertura aseguradora, lo que representa alrededor del 45% del total. Este resultado continuó con una racha de pérdidas aseguradas globales más elevadas desde 2017, después de un período benigno de 2012 a 2016, reafirmando una tasa de crecimiento anual promedio del 5% al 7% en las pérdidas vigentes desde 1992. El crecimiento de la severidad de las pérdidas debido al aumento de las exposiciones de propiedades y valores en riesgo, la continua expansión urbana, el crecimiento económico y un contexto de intensificación de amenazas debido a los efectos del cambio climático, hacen prever que esta tendencia continúe.

2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

Requisitos de divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los servicios financieros en la Unión Europea

El 12 de abril, el *Joint Committee* o Comité Conjunto de las Autoridades Europeas de Supervisión (EBA, ESMA e EIOPA) publicó una consulta pública para la revisión de las normas técnicas establecidas en el Reglamento Delegado (UE) 2022/1288 de la Comisión, de 6 de abril de 2022, por el que se completa el Reglamento (UE) 2019/2088 sobre la divulgación de información relativa a la sostenibilidad en el sector de los

servicios financieros (SFDR). Dicha publicación se ha realizado en cumplimiento del mandato recibido de la Comisión Europea, tomando como principio rector para las modificaciones el reducir el riesgo de una "falsa certeza" y un posible "lavado de cara", y exigiendo pruebas bien fundadas de que las inversiones se ajustan a las salvaguardias y de que se llevan a cabo esfuerzos de aplicación y ejecución. Sin embargo, según este mandato, las modificaciones deben calibrarse cuidadosamente para que la divulgación de información basada en estos indicadores sea proporcionada y factible para los participantes en los mercados financieros.

Los cambios propuestos por el *Joint Committee* prevén ampliar la lista de indicadores para la divulgación de los principales impactos adversos de las decisiones de inversión sobre el medio ambiente y la sociedad, perfeccionar el contenido de otros indicadores de impactos adversos y sus respectivas definiciones, metodologías aplicables y fórmulas de cálculo, así como añadir información sobre los productos en relación con los objetivos de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, incluidos los objetivos intermedios e hitos y acciones perseguidas, entre otros aspectos. Los comentarios sobre esta consulta deben enviarse antes del 4 de julio de 2023¹².

Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

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

Fuente: MAPFRE Economics

¹Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,8	1,3	4,7	8,0	4,1	2,9
Eurozona	1,2	0,3	2,6	8,4	4,8	1,1
Alemania	1,4	0,6	3,0	6,9	5,4	1,8
Francia	1,1	0,5	1,6	5,2	4,9	2,2
Italia	0,6	-0,1	1,9	8,2	5,8	1,7
España	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,7	2,5
Reino Unido	1,8	0,9	2,6	9,1	5,9	2,6
Japón	0,5	0,0	-0,2	2,5	1,5	0,8
Mercados emergentes	5,1	5,2	5,9	9,8	8,6	6,5
América Latina	7,7	6,3	11,6	14,7	13,3	9,0
México	3,6	3,4	5,7	7,9	5,6	3,7
Brasil	3,7	3,2	8,3	9,3	5,1	4,1
Argentina	53,5	42,0	48,4	72,4	100,7	85,4
Colombia	3,5	2,5	3,5	10,2	11,3	5,3
Chile	2,3	3,0	4,5	11,6	7,9	3,3
Perú	2,1	1,8	4,0	7,9	6,0	3,3
Emergentes europeos ¹	6,7	5,4	9,6	27,9	19,7	13,2
Turquía	15,2	12,3	19,6	72,3	44,1	26,1
Asia Pacífico	2,9	2,5	1,0	2,2	2,5	2,3
China	2,9	2,5	0,9	2,0	2,3	2,3
Indonesia	2,8	2,0	1,6	4,2	4,0	2,1
Filipinas	2,4	2,4	3,9	5,8	5,5	2,9
Mundo	3,5	3,2	4,7	8,7	7,0	4,9

Escenario Estresado (EE)						
2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)	
1,8	1,3	4,7	8,0	4,6	2,7	
1,2	0,3	2,6	8,4	5,2	1,7	
1,4	0,6	3,0	6,9	5,5	2,0	
1,1	0,5	1,6	5,2	5,5	2,6	
0,6	-0,1	1,9	8,2	6,3	0,7	
0,7	-0,3	3,1	8,4	4,0	1,7	
1,8	0,9	2,6	9,1	6,3	2,9	
0,5	0,0	-0,2	2,5	2,3	1,5	
5,1	5,2	5,9	9,8	9,2	7,1	
7,7	6,3	11,6	14,7	13,7	9,4	
3,6	3,4	5,7	7,9	5,9	3,8	
3,7	3,2	8,3	9,3	5,4	4,3	
53,5	42,0	48,4	72,4	102,6	85,8	
3,5	2,5	3,5	10,2	12,1	5,6	
2,3	3,0	4,5	11,6	8,2	3,0	
2,1	1,8	4,0	7,9	6,3	3,5	
6,7	5,4	9,6	27,9	20,3	13,9	
15,2	12,3	19,6	72,3	45,1	25,6	
2,9	2,5	1,0	2,2	2,9	2,3	
2,9	2,5	0,9	2,0	2,7	2,5	
2,8	2,0	1,6	4,2	4,2	2,2	
2,4	2,4	3,9	5,8	5,9	3,3	
3,5	3,2	4,7	8,7	7,4	5,4	

Fuente: MAPFRE Economics

¹Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,92	0,93	1,52	3,88	3,31	2,70
Eurozona	0,32	-0,19	0,32	3,39	2,97	2,62

Escenario Estresado (EE)					
2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
1,92	0,93	1,52	3,88	3,96	2,85
0,32	-0,19	0,32	3,39	3,61	2,75

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
USD-EUR	0,89	0,81	0,88	0,94	0,93	0,90
EUR-USD	1,12	1,23	1,13	1,07	1,08	1,11
GBP-USD	1,32	1,36	1,35	1,20	1,23	1,26
USD-JPY	109,12	103,54	115,00	132,65	134,37	126,41
USD-CNY	6,99	6,52	6,35	6,90	6,85	6,48

Escenario Estresado (EE)					
2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
0,89	0,81	0,88	0,94	0,94	0,91
1,12	1,23	1,13	1,07	1,07	1,10
1,32	1,36	1,35	1,20	1,20	1,24
109,12	103,54	115,00	132,65	131,83	125,49
6,99	6,52	6,35	6,90	6,91	6,51

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

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

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

Escenario Estresado (EE)					
2019	2020	2021	2022	2023(p)	2024(p)
1,75	0,25	0,25	4,50	6,50	2,50
0,00	0,00	0,00	2,50	4,25	2,50
3,25	3,00	3,00	2,75	2,75	3,00

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 10 abril 2023.

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

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: cuellos de botella	14
Gráfica 1.1.1-b	Global: precios del gas	14
Gráfica 1.1.1-c	Global: índice de precios de materias primas	15
Gráfica 1.1.1-d	Estados Unidos y Eurozona: confianza del consumidor	15
Gráfica 1.1.1-e	Economías seleccionadas: precios de producción	15
Gráfica 1.1.1-f	Japón y China: confianza del consumidor	16
Gráfica 1.1.1-g	Mercados desarrollados: PMIs	16
Gráfica 1.1.1-h	Mercados emergentes: PMIs	16
Gráfica 1.1.1-i	Estados Unidos: estándares de crédito	23
Gráfica 1.1.1-j	Estados Unidos: ventanilla de descuento de la Reserva Federal	23
Gráfica 1.1.1-k	Países seleccionados: brecha de crédito	23
Gráfica 1.1.1-l	Estados Unidos: generación de crédito hipotecario por puntaje crediticio	24
Gráfica 1.1.1-m	Estados Unidos: previsión del tipo de interés terminal de la Reserva Federal	24
Gráfica 1.1.1-n	Mercados desarrollados y emergentes: precios del inflación	31
Gráfica 1.1.2-a	Global: perspectivas de crecimiento e inflación y contribución por regiones	32
Gráfica 1.1.2-b	Estados Unidos: confianza del consumidor y vacantes de empleo	32
Gráfica 1.1.2-c	Estados Unidos: indicadores adelantados y producción industrial	33
Gráfica 1.1.2-d	Eurozona: índice Sentix	33
Gráfica 1.1.3-e	Eurozona: PMIs manufactureros	33
Gráfica 1.1.2-f	China: movilidad	34
Gráfica 1.1.3-g	China: PMIs	34
Gráfica 1.1.2-h	Brasil, México y Colombia: PMIs manufactureros	35
Gráfica 1.1.2-i	Brasil y México: confianza del consumidor	35

Gráfica 1.1.4	Balace de riesgos a corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales	38
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	43
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	43
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	46
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	46
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	48
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	48
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	51
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	51
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	53
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	53
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	55
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	55
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB	57
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	57
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	59
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	59
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB	61
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	61
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	63
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	63
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB	65
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	65
Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB	67
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	67
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB	69
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	69
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB	72
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	72
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	75
Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo	77
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	78

Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	79
Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	80
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	81
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	82
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	83

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	43
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	46
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	48
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	51
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	53
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	55
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	57
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	59
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	61
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	63
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	65
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	67
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	69
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	72
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto	85
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	86
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	87
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	87
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	87

Recuadros

Recuadro 1.1.1-a	Inestabilidad financiera	17
Recuadro 1.1.1-b	Actualización de política monetaria	25

Referencias

- 1/ El crecimiento potencial del PIB global ha sido revisado por el Fondo Monetario Internacional por debajo del 3% en su último *World Economic Outlook* de primavera 2023.
- 2/ Véase: MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 3/ Baste señalar que, frente a nuestro informe anterior, se han mejorado las perspectivas de la economía de los Estados Unidos (+90 puntos básicos, pbs), la Eurozona (+70 pbs), China (+30 pbs), el resto de Asia Emergente (+20 pbs), Europa Emergente (+110 pbs) y América Latina (+20 pbs).
- 4/ NAIRU es la *Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*, esto es, la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación.
- 5/ Desde la perspectiva de la curva de Beveridge (que muestra la relación entre el desempleo y la tasa de vacantes), la estrechez del mercado laboral actual indicaría un *skill gap*, con una transición de empleo a empleo en lugar de desempleo a vacantes no balanceada, y que continúa provocando que la relación empíricamente negativa entre ambas variables se aplane, es decir, muestre una elasticidad menor.
- 6/ La curva de Phillips establece una relación inversa entre el comportamiento de la inflación y los niveles de desempleo en una economía.
- 7/ Véase: MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2023*, *op. cit.*
- 8/ En este caso, los hackers utilizaron un método conocido como “ataque a la cadena de suministro” para insertar un código malicioso en los sistemas de esa compañía. Este tipo de ataques a la cadena de suministro opera dirigiéndose a un tercero con acceso a los sistemas de una organización en lugar de intentar acceder a las redes de forma directa.
- 9/ Véase: MAPFRE Economics (2023), *Mercados inmobiliarios y sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 10/ Estas gráficas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA, presentan los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2022 así como el nivel de las últimas curvas publicadas correspondientes a los meses de diciembre de 2022 y marzo de 2023. Esta información puede igualmente visualizarse otros meses y divisas en los gráficos interactivos preparador por MAPFRE Economics, en: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>
- 11/ Swiss Re Institute (2023). *Natural catastrophes and inflation in 2022: a perfect storm*. Sigma 1/2023, en: <https://www.swissre.com/institute/research/sigma-research/sigma-2023-01.html>
- 12/ Véase: https://www.eiopa.europa.eu/esas-propose-amendments-extend-and-simplify-sustainability-disclosures-2023-04-12_en

Otros informes de MAPFRE Economics

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

AVISO

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

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

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

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

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid