



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO  
Y SECTORIAL 2022:  
PERSPECTIVAS HACIA  
EL TERCER TRIMESTRE

**MAPFRE** Σconomics



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

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

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

Citar como:

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

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

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

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

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

© De esta edición:

2022, Fundación MAPFRE

Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid

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

Julio, 2022.

## MAPFRE Economics

### **Manuel Aguilera Verduzco**

Director General

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

### **Gonzalo de Cadenas Santiago**

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

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

### **Ricardo González García**

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

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

### **José Brito Correia**

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

### **Begoña González García**

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

### **Isabel Carrasco Carrascal**

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

### **Fernando Mateo Calle**

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

### **Rafael Izquierdo Carrasco**

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

### **Eduardo García Castro**

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

### **Johannes Ricardo Rojas Díaz**

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

Álvaro Guillén Marín

Giorgia Balsamo

Gadea Ibáñez Franco

Giovanni Di Plácido Montilla

Marta Seijas Cabezón



# Contenido

<b>Resumen ejecutivo</b> .....	9
<b>1. Panorama económico</b>	
1.1 El panorama económico global .....	11
1.1.1 Perspectivas de un aterrizaje con viento cruzado .....	11
1.1.2 Hacia adelante .....	28
1.1.3 Balance de riesgos .....	31
1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas .....	37
1.2.1 Estados Unidos .....	37
1.2.2 Eurozona .....	39
1.2.3 España .....	42
1.2.4 Alemania .....	44
1.2.5 Italia .....	46
1.2.6 Reino Unido .....	48
1.2.7 Japón .....	50
1.2.8 Turquía .....	52
1.2.9 México .....	54
1.2.10 Brasil .....	56
1.2.11 Argentina .....	58
1.2.12 China .....	60
1.2.13 Indonesia .....	62
1.2.14 Filipinas .....	64

## 2. Panorama sectorial

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

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



# Resumen ejecutivo

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

### Panorama económico

Las tensiones en las cadenas de suministro, el componente geopolítico que profundiza la crisis alimentaria y energética y unos bancos centrales que endurecen sus políticas monetarias son, entre otros factores, los responsables de que la economía global continúe sufriendo un deterioro destacable en un entorno orientado hacia la estancación y donde las posibilidades de una recesión van en aumento.

La recirculación del virus del Covid-19 y el estancamiento en cuanto a la vacunación, continúan siendo también una preocupación a nivel global. Respecto a esta situación epidemiológica, el papel que juega China tanto en la producción como en las cadenas de suministro hace que exista cierta preocupación por el riesgo a seguir operando bajo un esquema de paros intermitentes o estacionales, lastrando así la dinámica de la actividad económica. A pesar del creciente dinamismo para la integración en las cadenas de suministro de la India y otros países del sudeste asiático, la evolución de la oferta sigue congestionada dada la complejidad y el elevado grado de especialización de ciertos procesos, así como por la necesidad de

infraestructuras consolidadas. En consecuencia, se podría no evolucionar al ritmo deseable para retomar la senda de reequilibrio con la demanda.

Por otra parte, la política fiscal se enfrenta a la dificultad de aplicar unas trayectorias fiscales sostenibles, al tiempo que aplica medidas temporales específicas de alivio. En cuanto a la política monetaria, los principales bancos centrales se sumergen en un proceso de endurecimiento monetario activando sus palancas de ajuste, las cuales crean condiciones financieras más difíciles para los agentes económicos, afectando negativamente los niveles de actividad. Por otra parte, desde la perspectiva geopolítica, continúa el conflicto entre Rusia y Ucrania, por lo que las esperanzas de un evento de corta duración en esta guerra se desvanecen y, en consecuencia, la crisis alimentaria y energética se recrudece en todo el mundo.

En este contexto, en el *escenario base* considerado en este informe se observa un desplazamiento en el corredor de previsiones hacia un escenario de actividad global a la baja (3,0% y 2,7% en 2022 y 2023, frente al 3,6% y 3,6% planteado en nuestro informe previo) e inflación al alza, con un deterioro a nivel global hacia niveles de estancamiento económico, aunque con divergencias por regiones. En contraposición, el *escenario estresado* (de naturaleza alternativa y más pesimista) se incrementa en probabilidad e impacto, previéndose un crecimiento económico global de 2,5% y 0,6% para 2022 y 2023, respectivamente.

## Panorama sectorial

La guerra en Ucrania sigue manteniendo la tensión sobre los precios de la energía, de los alimentos y de otras materias primas, a lo que se han sumado las fuertes restricciones a la movilidad impuestas por el gobierno chino por los rebrotes de la pandemia. Todos estos factores geopolíticos han motivado una revisión de las previsiones de inflación al alza y de crecimiento económico a la baja, lo que sigue complicando el panorama para el sector asegurador.

Los datos más recientes de inflación han superado las expectativas, alejándose una vez más de forma acusada de los objetivos de los bancos centrales, lo que está motivando un endurecimiento de la política monetaria en las principales economías del mundo, en algunos casos de forma acelerada (como es el caso de los Estados Unidos). Por su parte, los mercados emergentes en su mayoría habían iniciado este proceso en 2021.

El endurecimiento de la política monetaria ralentizará la demanda agregada enfriando la economía en un entorno de una inflación más alta y duradera de lo previsto, lo que erosiona la capacidad adquisitiva de los hogares y los márgenes empresariales, repercutiendo de forma negativa en el desarrollo y rentabilidad del negocio asegurador y poniendo presión sobre la tarificación de los productos aseguradores. No obstante, surgen oportunidades de negocio en los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales con garantías de tipos de interés, así como en algunas líneas de negocio como los seguros de salud que siguen presentando un buen comportamiento ante el estado de saturación en el que siguen sumidos gran parte de los sistemas sanitarios públicos y por la mayor sensibilidad al riesgo a consecuencia de la pandemia. Por otro lado, las subidas de tipos de interés pueden ayudar también a mejorar la rentabilidad financiera de las entidades aseguradoras.

En cuanto al panorama para los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los retrocesos y la alta volatilidad de los mercados financieros tras la invasión de Ucrania y el anuncio de la retirada de estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, entre otros bancos centrales, hace que afronten un panorama más complejo. Las correcciones en el mercado de bonos y en los principales índices de renta variable, así como el aumento del riesgo de crédito pueden afectar de forma negativa al balance y la posición de solvencia de aquellas entidades aseguradoras que no hayan gestionado adecuadamente estos riesgos.

El riesgo para alguna de las grandes economías mundiales de caer en una situación de estancamiento económico con altas tasas de inflación es mayor, lo que sería un escenario especialmente adverso para todos los sectores de actividad económica, incluido el sector asegurador. De momento, los mercados laborales en los Estados Unidos y (en menor medida) en la Eurozona continúan fuertes, y el ahorro acumulado por los hogares durante las peores fases de la pandemia es alto, situación que puede ayudar a suavizar el efecto de esta situación sobre sus respectivos mercados, unido a una mayor aversión al riesgo que actúa como un estímulo en la demanda de aseguramiento.

# 1. Panorama económico

## 1.1 El panorama económico global

### 1.1.1 Perspectivas de un aterrizaje con viento cruzado

A lo largo del segundo trimestre de 2022, la economía global ha seguido transitando hacia un escenario de deterioro de la actividad y un patrón común de mayores tasas de inflación, lo que encaja con la visión de la anterior edición de este informe<sup>1</sup> respecto a la configuración de un entorno orientado hacia la estanflación, al tiempo que las señales sobre una posible recesión aumentan. Los desencadenantes continúan siendo una confluencia de eventos como son: (i) las tensiones en las cadenas de suministro, cuyo componente principal radica en China tras la continuación de las políticas de tolerancia cero frente al Covid-19; (ii) el consecuente contagio a la cadena de valor global que deja incompleta la recuperación de una oferta, aún limitada; (iii) el componente geopolítico cristalizándose que profundiza la crisis alimentaria y energética, y (iv) unos bancos centrales endureciendo sus políticas monetarias en respuesta a un entorno inflacionario de persistencia incierta, que comienza a permear en la expectativas de los agentes vía contracción de los ingresos reales y que sientan las bases para que ciertas vulnerabilidades se integren hacia un régimen de inflación estructuralmente más alta.

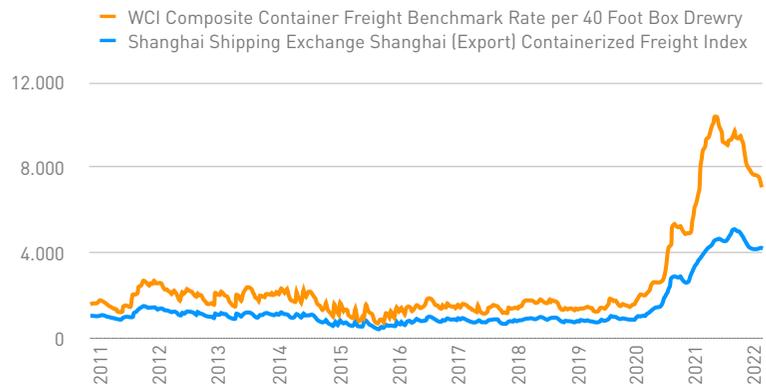
En cuanto al factor epidemiológico, a nivel global continúa preocupando tanto la recirculación del virus (véase el balance de riesgos en la siguiente

sección de este informe), como el estancamiento en términos de vacunación. Sin embargo, y a pesar de la reciente minoración de las restricciones, la dicotomía en la respuesta de China frente al resto del mundo continúa siendo el eje de preocupación. Dado su rol en la producción y en las cadenas de suministro, el riesgo de continuar operando bajo un esquema de paros intermitentes o estacionales en respuesta a la situación epidemiológica supone un desafío futuro que puede lastrar la dinámica de actividad económica.

Como consecuencia, y a pesar del creciente dinamismo de la India y otros países del sudeste asiático hacia una mayor integración en las cadenas de suministro, la complejidad de reorientar los engranajes actuales, el elevado grado de especialización de ciertos procesos y la necesidad de unas infraestructuras consolidadas, continúan penalizando la evolución de la oferta que sigue congestionada. Por ello, y aunque el pronóstico es de unas presiones que continúen moderándose, los movimientos podrían no evolucionar a un ritmo deseable para retomar la senda de reequilibrio con la demanda y drenar el dinamismo del consumo por sí solo (véanse las Gráficas 1.1.1-a a 1.1.1-d).

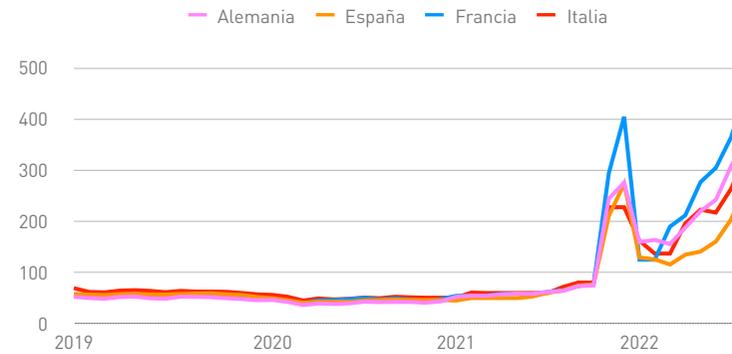
Desde el ángulo geopolítico, las ambiciones de Rusia en la guerra en Ucrania permanecen intactas, al tiempo que la estrategia de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN), confirmada en su última reunión en Madrid, preserva los objetivos de mantener sus zonas de influencia y reforzar el gasto en defensa. Con ello, la brecha entre

**Gráfica 1.1.1-a**  
Global: tendencias de las cadenas de suministro



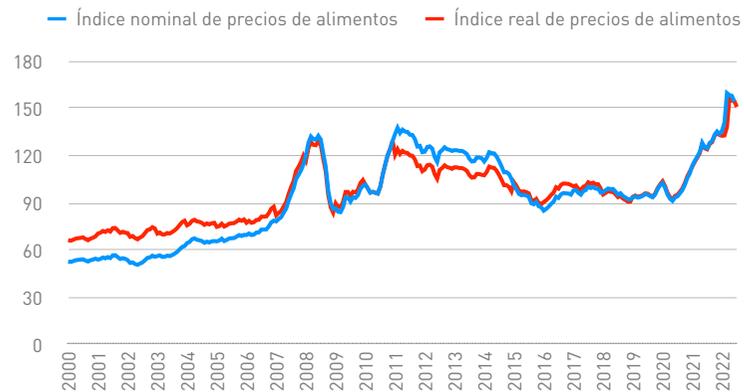
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.1-b**  
Global: futuros diarios de la base financiera de la energía



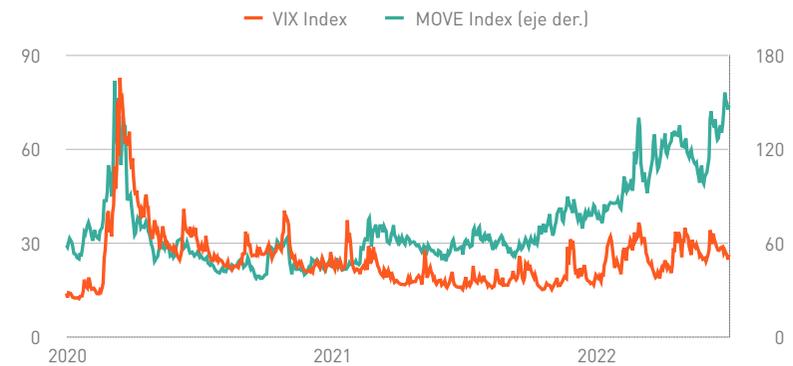
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica 1.1.1-c**  
Global: índice de precios de alimentos



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la FAO)

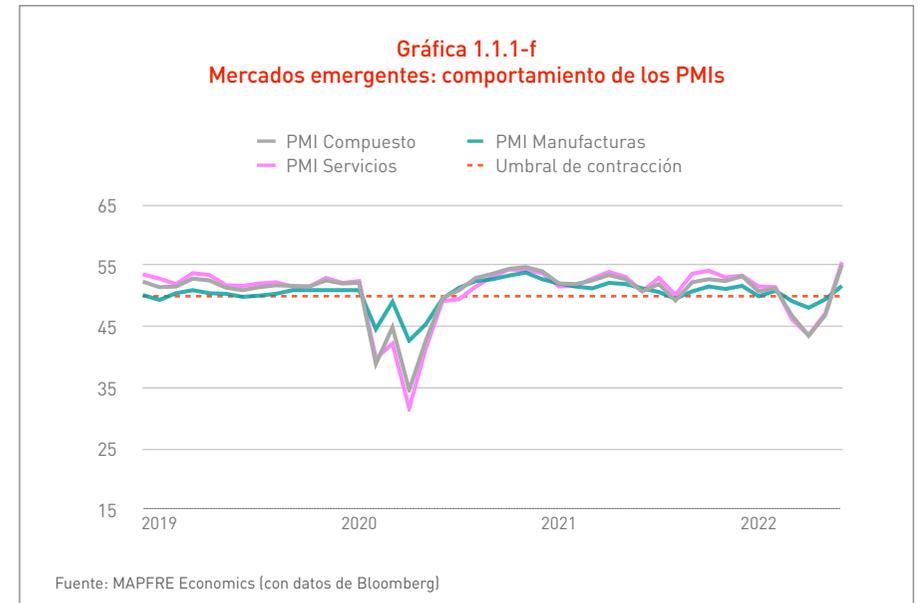
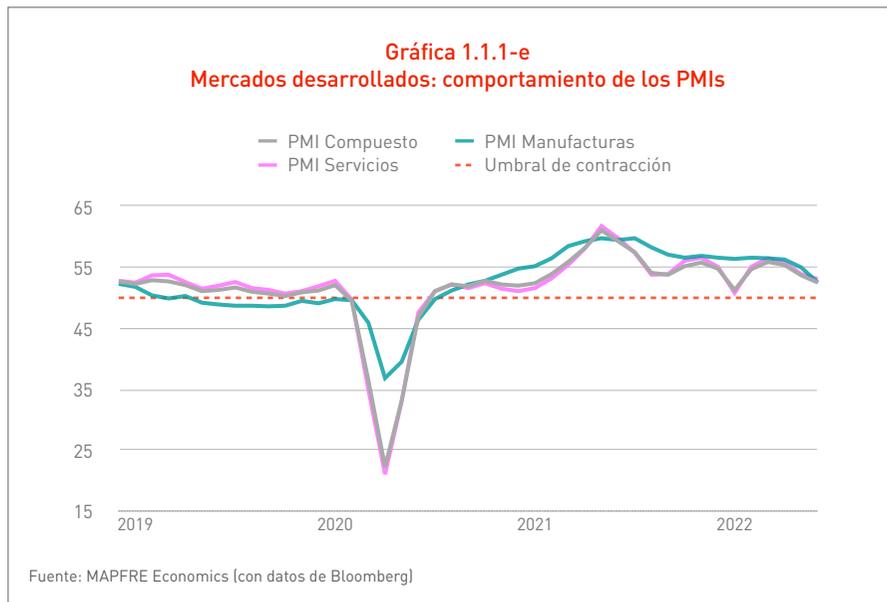
**Gráfica 1.1.1-d**  
Global: evolución de la volatilidad



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

bloques se amplía, las esperanzas de un evento de corta duración se desvanecen y se asientan las bases para un escenario central de conflicto basado en el desgaste y su prolongación en el tiempo. En consecuencia, la crisis alimentaria y energética continúan recrudeciéndose en todo el mundo, con Europa lidiando los problemas de suministros de petróleo y gas (véase el Recuadro 1.1.1-a), derivados del menor suministro ruso y con potencial para interrumpirse más profundamente, Estados Unidos drenando el SPR (*Strategic Petroleum Reserve*) a un ritmo insostenible y la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) sin perspectivas de aumentar la producción.

Por último, y en materia de política monetaria, los principales bancos centrales avanzan hacia un proceso de endurecimiento monetario (ya maduro en la mayoría de economías emergentes) activando sus palancas



de ajuste, dado el obstinado aumento de la inflación y el riesgo de desanclaje de expectativas, a expensas de un menor crecimiento futuro basado en reducir la presión de la demanda sobre los precios (véase el Recuadro 1.1.1-b). Paralelamente, la política fiscal se enfrenta a la dificultad de definir unas trayectorias fiscales sostenibles, al tiempo que aplica medidas temporales específicas de alivio.

Con todo ello, el rango de previsiones en el escenario base apunta a un nuevo deterioro a nivel global hacia niveles de estancamiento económico, aunque con divergencias por regiones (véanse las Gráficas 1.1.1-e y 1.1.1-f). Esta visión central desplaza el corredor de previsiones hacia un *escenario base* de actividad global a la baja (3,0% y 2,7% en 2022 frente al 3,6% y 3,6% anteriores) e inflación al alza, y un *escenario estresado* de aterrizaje forzoso que aumenta tanto en probabilidad como en impacto.

### Recuadro 1.1.1-a REPowerEU: más retos que certezas

La reciente propuesta presentada por la Comisión Europea sobre la estrategia energética de la Unión Europea (UE), indica el deseo de cerrar filas entre los Estados miembros y contrarrestar los efectos de la invasión rusa en Ucrania con un plan fuerte y coherente. Sin embargo, la propuesta también podría correr el riesgo de acabar en un juego de gallinas o halcones.

En ese juego, el resultado ideal es que un jugador ceda (Rusia) para evitar el peor resultado que se produce si ninguno cede, por orgullo o por principios, por no querer parecer un "gallina". Por desgracia, en este caso el juego podría no funcionar. REPowerEU es un intento de reconfigurar la transición energética de la UE teniendo en cuenta la eliminación progresiva del suministro energético ruso. No obstante, no parece haber indicios de que Rusia vaya a ceder y evitar el racionamiento o escenarios más perturbadores. Por lo tanto, el juego no ha terminado y los costes económicos pueden aumentar, y el *shock* de oferta en la economía de la eurozona podría ser más duradero de lo que se pensaba.

#### ¿Gallina o halcón?

El juego tiene su origen en un duelo entre dos conductores que se dirigen el uno al otro en trayectoria de colisión. Uno de ellos debiera desviarse o ambos pueden morir en el choque, pero si un conductor se desvía y el otro no, el que lo haga será considerado un cobarde y llamado "gallina". Se ha convertido en un paradigma en la teoría de los juegos, en el que los contendientes pueden elegir entre la conciliación o el conflicto.

En el caso del tema energético entre la UE y Rusia, por ahora no hay señales de que Putin tenga intenciones de desviarse y evitar la colisión, en

tanto que la UE está intensificando sus esfuerzos para renunciar al suministro de combustibles fósiles rusos de forma permanente. Esto podría interpretarse como una consecuencia inevitable de la acción agresiva de Putin sobre Ucrania. Sin embargo, corre el riesgo de convertirse en una destrucción mutua asegurada en términos económicos. Las maniobras de hoy y la probable y dolorosa transición energética ensombrecen las perspectivas económicas de la UE. Los planes de la Comisión tratan de convencer de que el shock no necesariamente conducirá a un desastre económico. Hay alternativas, aunque "tenemos que ser brutalmente honestos" de que tendrá costes a corto plazo, señaló el vicepresidente de la Comisión Europea, Frans Timmermans.

#### Una mezcla de diferentes estrategias

REPowerEU es "la respuesta a las dificultades y a la perturbación del mercado energético mundial causadas por la invasión rusa de Ucrania". Es, *de facto*, una modificación de la estrategia de transición climática de la UE para acabar con la "dependencia de la UE de los combustibles fósiles rusos, que se utilizan como arma económica y política". El plan es una mezcla de ahorro energético, diversificación del suministro de energía y aceleración del despliegue de las energías renovables.

La ejecución de REPowerEU exigirá una inversión adicional de 220.000 millones de euros de aquí a 2027. Se considera un "pago inicial de nuestra independencia y seguridad". El gasto se compensa parcialmente con un ahorro potencial de 100.000 millones de euros al año en combustibles fósiles rusos, y para financiar el plan la Comisión propuso introducir modificaciones específicas en el Reglamento del Mecanismo de

**Recuadro 1.1.1-a (continuación)**  
**REPowerEU: más retos que certezas**

Recuperación y Resiliencia (MRR), con el propósito de incluir estrategias específicas de REPowerEU en los programas nacionales existentes.

**El respaldo del dinero del FRR**

Hay recursos del FRR que no se utilizan. Muchos países decidieron no pedir préstamos del FRR, ya que pueden financiarse por sí mismos al mismo ritmo o a menor coste que mediante el mecanismo que ofrece la Comisión. Los fondos ascienden a unos 225.000 millones de euros. Con la NextGenerationEU, los países de la UE podían pedir hasta el 6,8% de su renta nacional bruta en préstamos subvencionados (*de facto*), y se espera que los Estados miembros soliciten apoyo crediticio a más tardar el 31 de agosto de 2024. Por lo tanto, es necesario cambiar la legislación/reglamentación pertinente para permitir la reorientación de los fondos antes de esa fecha. Además, los Estados miembros que no estén dispuestos a utilizar los préstamos deben señalarlo explícitamente para que la Comisión pueda utilizar los recursos.

Algunos países aún no han solicitado ayuda crediticia, pero tienen previsto hacerlo. Es posible que incluso los países que ya han alcanzado el límite máximo (Italia) puedan solicitar préstamos adicionales. El reglamento prevé que "en circunstancias excepcionales debería ser posible un aumento del importe máximo en función de los recursos disponibles". Además, la Comisión propuso añadir 20.000 millones de euros de subvenciones de las ventas de derechos de emisión del Régimen de comercio de derechos de emisión (ETS) de la UE mediante subasta. Por último, hay cierta flexibilidad adicional en la reasignación de recursos dentro del Presupuesto de la UE (Marco Financiero Plurianual, MFP). Sin embargo, todos los cambios deben pasar por la aprobación del Consejo y, probablemente, por la de todos los

parlamentos de la UE, es decir, es probable que tarden hasta finales de año en ser operativos.

**Algunos detalles**

La Comisión ha propuesto potenciar las medidas de ahorro energético a largo plazo. Esto incluye un aumento muy ambicioso del 9% al 13% del objetivo vinculante de eficiencia energética de la UE (la Comisión también publicó un documento aparte, "Comunicación de la UE sobre el ahorro de energía", en el que se detallan los cambios de comportamiento a corto plazo que, con el tiempo, pueden reducir la demanda de petróleo y gas en un 5%). Además, se "anima a los Estados miembros a utilizar medidas fiscales para contribuir al ahorro de energía, incluida la reducción del IVA sobre los sistemas de calefacción de alta eficiencia energética, el aislamiento de edificios, los electrodomésticos y otros productos".

La diversificación del suministro desempeña un papel importante, sobre todo mediante el aumento de las entregas de gas por gasoducto desde otros países y las importaciones de gas natural licuado. La Comisión ha creado una nueva "Plataforma de la Energía de la UE" para permitir la compra común voluntaria de gas, gas natural licuado e hidrógeno "tirando de la demanda, optimizando el uso de las infraestructuras y coordinando el alcance de los proveedores". Incluso ha llegado a proponer un "mecanismo de compra conjunta". No obstante, como las empresas privadas suelen realizar todas estas tareas, su funcionamiento no estaría del todo claro. Por último, la política exterior estará cada vez más vinculada a una energía a través del Global Gateway, es decir, la versión de la UE de la *Belt and Road Initiative*, con programas específicos anunciados para Ucrania, Moldavia y los Balcanes Occidentales.

**Recuadro 1.1.1-a (continuación)**  
**REPowerEU: más retos que certezas**

**¿De una dependencia a otra?**

En la propuesta de la UE, la aceleración del despliegue de las energías renovables también desempeña un papel importante. La Comisión propuso aumentar el objetivo principal de las energías renovables para 2030 del 40% al 45%. Esto incluye la duplicación de la capacidad solar fotovoltaica para 2025 y la instalación de 600 gw para 2030, la obligación legal de instalar paneles solares en los nuevos edificios públicos, comerciales y residenciales, y la duplicación de la tasa de despliegue de las bombas de calor. Además, se pretende reducir la carga administrativa para los permisos de proyectos renovables y un plan para sustituir parte del gas por hidrógeno renovable y biometano. El objetivo es ahorrar hasta 35 bcm de gas natural para 2030. Desgraciadamente, el paso de la energía fósil a la renovable hará que la UE pase de una dependencia (Rusia) a otra (China), ya que la mayoría de los metales, gases inertes y otras materias primas necesarias para la producción e implantación de las energías renovables proceden de China. En este sentido, la Comisión ha señalado que intensificaría los trabajos sobre el suministro de materias primas críticas y prepararía una propuesta legislativa. Pero esto sería otro capítulo, y China es un socio fiable por ahora.

**En resumen**

REPowerEU es el documento que los líderes europeos solicitaron a la Comisión, y esta lo entregó debidamente. Sin embargo, se trata de un plan marco (con escaso nivel de detalle), con muchas buenas ideas y giros positivos, pero con mucho trabajo duro por hacer. La sustitución de los combustibles fósiles rusos llevará varios años, y cualquier plan actual está sujeto a importantes incertidumbres. Además, no será una transición fácil de gestionar desde el punto de vista social y político, ya que implicará costes difíciles de distribuir equitativamente.

Europa se enfrenta a grandes retos estructurales, desde la energía hasta la reconstrucción de un mínimo de seguridad y capacidad militar, lo que requerirá un importante gasto público obligatorio. Es alentador que los países con limitaciones presupuestarias puedan contar con la capa adicional del presupuesto de la UE, pero incluso la deuda de la UE debe ser devuelta en algún momento. De hecho, esta ha permitido el gasto en inversión a largo plazo en un momento en que ello no habría sido posible basándose únicamente en los presupuestos nacionales. Pero debe recordarse que también vivir con recurso al endeudamiento a nivel de la UE tiene sus límites.

En la Eurozona se presenta la mayor revisión a la baja, con crecimientos esperados del 2,7% y 1,8% en 2022 y 2023 (2 y 9 décimas menos que en nuestro informe anterior) y una inflación más elevada para esos mismos años, de 6,7% y 2,6% en media (véanse las Tablas A-1 y A-2 en el Apéndice de este informe). Los condicionantes continúan siendo su elevada dependencia energética y los problemas de asequibilidad, presiones en los precios (aunque es posible que cedan a lo largo del segundo semestre

a medida que se desacelera en consumo y computa el efecto base respecto al año anterior, esta seguiría siendo elevada e impulsada por presiones adicionales desde sector servicios y cierto atisbo de efectos de segunda ronda, como reivindicaciones salariales en varias regiones y sectores), y una política monetaria desfavorable que reequilibre la demanda agregada y reactive el riesgo de fragmentación, conllevando a

**Recuadro 1.1.1-b**  
**Actualización de política monetaria**

**Banco Central Europeo**

En su reunión del 9 de junio, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que los tipos de interés se mantendrán constantes (0% en operaciones principales de financiación y -0,5% en facilidad de depósito). Sin embargo, señaló la intención de aumentar los tipos de interés oficiales de todas las operaciones del BCE en 25 puntos básicos (pbs) el próximo mes de julio. En este sentido, y bajo la perspectiva de una señalización adecuada, se esperan aumentos consecutivos a partir de este histórico movimiento hacia la neutralidad.

Respecto al programa de compras de activos, el BCE estableció junio como el último mes de compra neta de bonos a través del Programa de Compra de Activos (APP). A su vez, mantiene la intención de continuar reinvertiendo, en su totalidad, los pagos de capital de los valores que vencen adquiridos bajo el APP durante un período prolongado, después de la fecha en que comience a subir los tipos de interés oficiales y, en todo caso, durante el tiempo que sea necesario, remarcando que, en caso de que se renueve el riesgo de fragmentación del mercado, en cualquier momento las reinversiones del Programa de Compras de Emergencia por la Pandemia (PEPP) podrían ajustarse de una forma más flexible según el tiempo, las clases de activos y las jurisdicciones.

En cuanto a las operaciones de financiación de largo plazo (TLTRO), en su tercer formato y bajo estudio, se mantienen según calendario, cuya finalización está programada para el 23 de junio, concluyendo así las "condiciones especiales" aplicables en virtud de TLTRO III. Tal como ocurriera con la hoja de ruta del PEPP, se mantiene cierta opcionalidad en caso necesario para restablecer las operaciones bajo un cuarto formato de orientación "Green".

En el plano macroeconómico, las nuevas proyecciones del BCE prevén una inflación del 6,8 % en 2022, que disminuiría al 3,5 % en 2023 y al 2,1 % en 2024 (frente a la senda de 5,1%, 2,1% y 1,9% prevista anteriormente). En cuanto a las previsiones de crecimiento económico, el BCE ha rebajado las estimaciones de 2022 al 2,8% (desde el 3,7% anterior), para 2023 al 2,1% (desde el 2,8%) y para 2024 un 2,1% (desde el 1,6% previo).

*Reunión de urgencia*

En complemento a lo anterior, el pasado 15 de junio el Consejo de Gobierno del BCE convocó una reunión de urgencia en respuesta al amplio deterioro



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

de los diferenciales, recientemente agudizado (véase la Gráfica A), en un esfuerzo por evitar el riesgo de fragmentación y evitar obstáculos en la correcta trasmisión de su postura de política monetaria. En dicha reunión, el Consejo de Gobierno decidió aplicar flexibilidad en la reinversión de los reembolsos vencidos en la cartera de PEPP, además de encargar a los Comités del Eurosistema pertinentes, junto con los servicios del BCE, la aceleración en el diseño de un nuevo instrumento antifragmentación.

#### Valoración

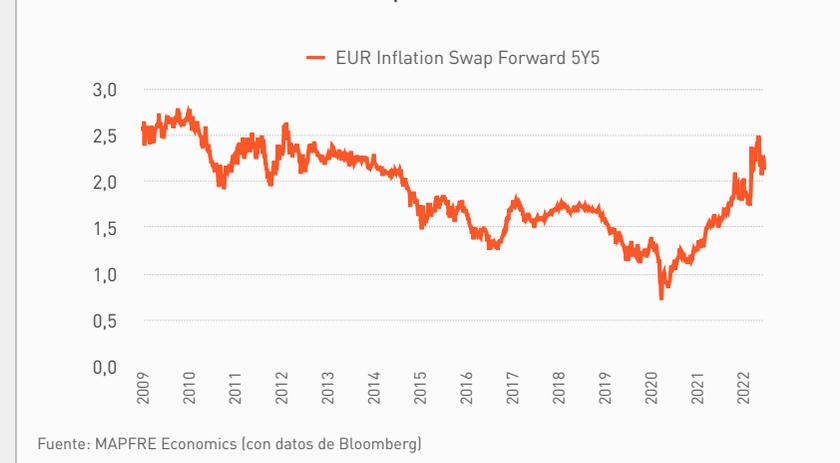
La última reunión del BCE estuvo marcada por la confirmación de varios aspectos relevantes. En primer lugar, un pronóstico de inflación notablemente más alto y una previsión de crecimiento económico significativamente más baja, tal como se anticipaba en nuestro anterior informe, y con riesgos estanflacionarios crecientes para la Eurozona. En segundo lugar, las primeras pautas de normalización monetaria, luego de un largo período de niveles mínimos de tipos de interés. Y, en tercer lugar, el riesgo de fragmentación latente en el trayecto hacia la neutralidad monetaria.

En lo que respecta al escenario de inflación, calificado de “indeseable” por la presidenta C. Lagarde (y que ya anticipábamos como plausible, aunque subestimado en marzo), continúa dando señales de intensificarse bajo precios de la energía lejos de ceder, reflejo del desafiante panorama geopolítico, permeando en la cesta a un número de componentes más amplio (vivienda, transporte y alimentos, entre otros) y diluyendo el efecto base esperado. En este sentido, y si bien los efectos de segunda ronda sobre los salarios continúan relativamente ausentes, la persistencia de estas presiones en los precios durante un periodo más prolongado alimenta el riesgo de desencadenar negociaciones en los salarios al alza y

un eventual desanclaje de las expectativas de inflación a largo plazo (véase la Gráfica B).

En lo que respecta a las pautas de normalización monetaria, la señalización se adecua ampliamente a las expectativas en torno al proceso, anticipándose con un cronograma progresivo, gradual y bajo una línea de comunicación fluida. En este sentido, si bien se mantiene la herramienta de balance bajo un formato menos específico con el objetivo de preservar cierto margen de maniobra, por el lado de los tipos de interés se anticipan

Gráfica B.  
Eurozona: expectativas de inflación



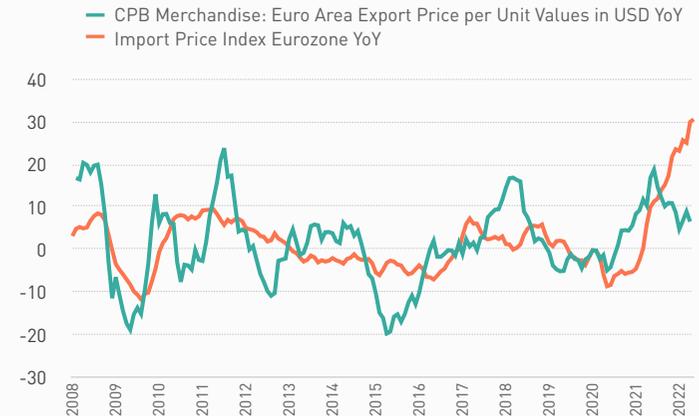
**Recuadro 1.1.1-b (continuación)  
Actualización de política monetaria**

una serie de subidas progresivas de 25 pbs por reunión a partir de julio (que podrían llegar a 50 pbs en caso de persistencia en la inflación), marcando la progresividad hacia el objetivo de alcanzar el tipo de interés neutral, cuyos detalles sobre su determinación no se esperan sino hasta próximas reuniones, desde un enfoque secular podría estimarse en el entorno del 1,5-1,75%.

Por último, en lo que respecta al riesgo fragmentación, la línea de política monetaria más estricta podría evidenciar el desequilibrio de las cuentas públicas de los diferentes países miembros en términos de déficits estructurales y elevados niveles de deuda pública, pudiendo dar como resultado un evento de dominancia fiscal como el experimentado en el verano de 2012. Con ello, es esperable una transición hacia unas políticas fiscales más selectivas y estrictas que encajen con las nuevas condiciones de financiación, aunque bajo el paraguas temporal del BCE bajo del mecanismo de reinversión mencionado.

Con todo ello, en el corto plazo se espera que el plan previsto encaje con la sincronía de endurecimiento monetario global, encontrando un cierto equilibrio temporal y dotando de cierta capacidad de anclaje al euro en el mercado de divisas, aunque con el riesgo de seguir debilitando su posición frente al dólar en caso de regazo o de menor compromiso en su hoja de ruta, marcado por un contexto internacional de pujanza por materias primas (véase la Gráfica C). De esta forma, con vistas al medio plazo, y a pesar de contar con más balance como salvaguarda del riesgo de fragmentación, la posibilidad no despreciable de materializarse un evento de *spreads* expondría la disyuntiva entre moderar los objetivos de inflación y combatir las primas riesgo bajo la implementación de nuevas medidas de calado asimétrico entre los Estados núcleo y periféricos.

**Gráfica C.  
Precios de importaciones vs precios de exportaciones**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Reserva Federal**

La Reserva Federal de los Estados Unidos, en su reunión de junio, continuó con el ciclo de normalización monetaria, al elevar los tipos de interés de referencia en 75 pbs, la mayor subida en 28 años, situando el rango en 1,50%-1,75%. En cuanto a las proyecciones respecto a la ruta futura de subidas, el *dot plot* del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) muestra

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

el avance hacia un ritmo de mayor aceleración que ubicaría los tipos de interés en el 3,4% en 2022, ligeramente superiores en 2023 (hasta alcanzar el 3,8%) y un leve recorte en el largo plazo (véase la Gráfica D).

Por lo que respecta a las herramientas de balance, la Reserva Federal mantiene el curso previsto de reducir la tenencia de activos en junio al ritmo previsto de 47.500 millones de dólares al mes, a través 30.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y el resto en vencimientos de activos respaldados por hipotecas (MBS); cuantía que se elevaría en septiembre hasta los 95.000 millones de dólares mensuales.

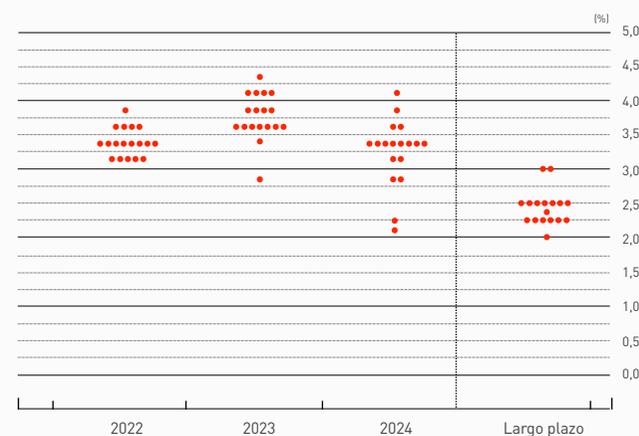
En el plano macroeconómico, las estimaciones de la Reserva Federal presentaban una previsión a la baja en la actividad económica, con el PIB expandiéndose un 1,7% tanto en 2022 como en 2023 (frente a 2,8% y 2,2% anteriores), al tiempo que las perspectivas de inflación se revisaban al alza, con un PCE esperado de 5,2% y 2,6% en 2022 y 2023, respectivamente (frente al 4,3% y 2,7% anteriores), y una inflación subyacente en la misma línea de presiones más persistentes.

En lo que respecta a la narrativa de la Reserva Federal, en un impulso para luchar en contra de la inflación (en máximos de los últimos 40 años), y dejando atrás la especulación sobre moderar el ritmo de ajuste, ha continuado endureciendo su mensaje y declarándose “fuertemente comprometida” en ese propósito. De esta forma, y combinado con un programa de reducción de balance en marcha, se desvanecen las previsiones de consenso anteriores, conforme a las cuales el organismo aproximaría el rango de su política monetaria hacia el terreno neutral, situando las expectativas actuales en un escenario que se profundizaría en el terreno restrictivo ya en 2022 (véase la Gráfica E).

#### Valoración

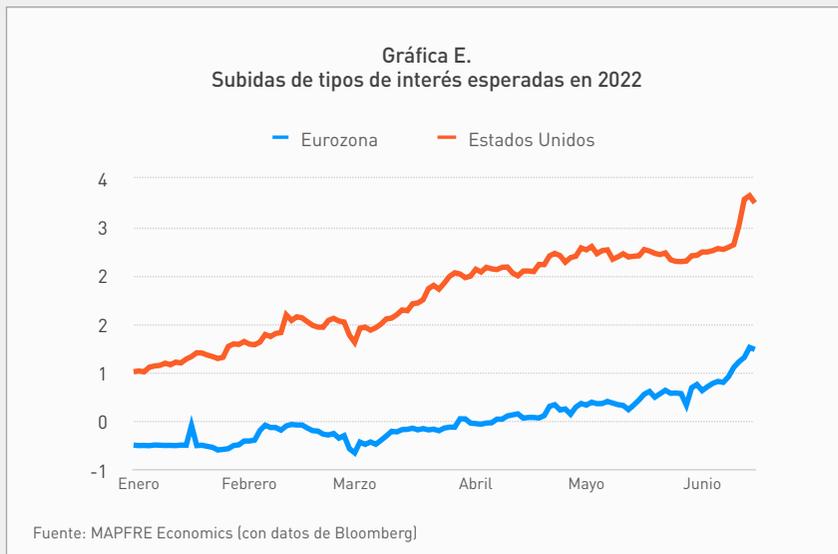
Si bien la reunión de la Reserva Federal estuvo marcada por una serie de paralelismos respecto al BCE (desaceleración, inflación y tensiones en los mercados), las razones subyacentes continúan mostrando ciertas diferencias. Por el lado de la inflación, el factor de oferta continúa

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



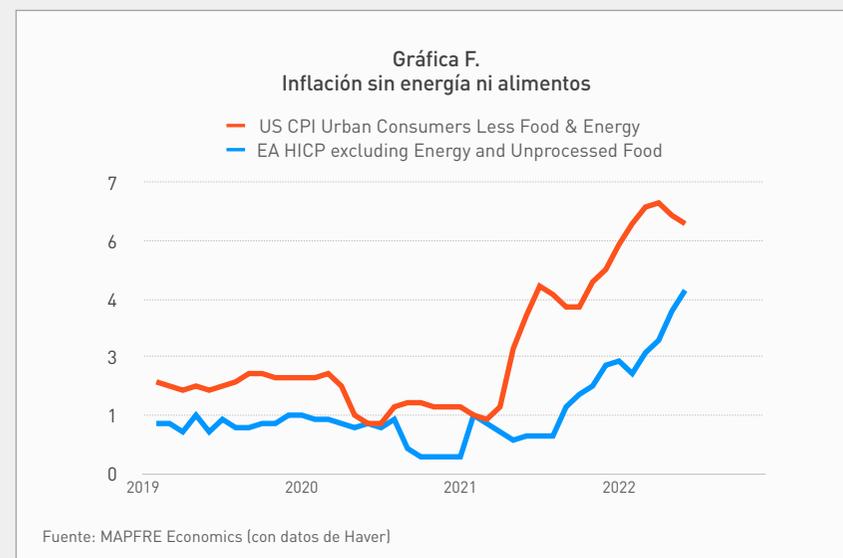
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Reserva Federal)

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



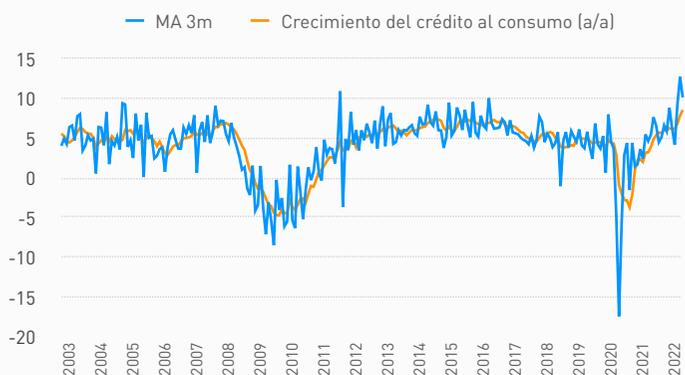
evidenciado un problema que no termina de revolverse, limitado tanto por factores exógenos (impactos negativos de las cadenas de suministro, confinamientos recientes en China y el conflicto Rusia-Ucrania) como por factores endógenos (desincentivo a la inversión en fuentes más próximas al consumo, como petróleo y gas, frente a una acelerada apuesta por fuentes alternativas, reconfiguraciones, arancelarias, etc.). El consumo, por su parte, sigue mostrando un comportamiento sólido, bajo un mercado laboral en fricción y con la espiral de salarios-precios más arraigada (véase la Gráfica F).

En lo que respecta a la normalización monetaria y el *risk off* de los mercados, a pesar de las cifras negativas de PIB estadounidense en el primer trimestre del año (contribución negativa de las exportaciones y una acumulación de inventario), la aportación del consumo continuó arrojando una expansión relevante y ejerciendo presiones al alza en los precios, obligando con ello a acelerar los cambios hacia una política económica que, en cierta medida, ayude a restringir los planes de gasto.



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

**Gráfica G.**  
**Crédito al consumo (YoY)**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

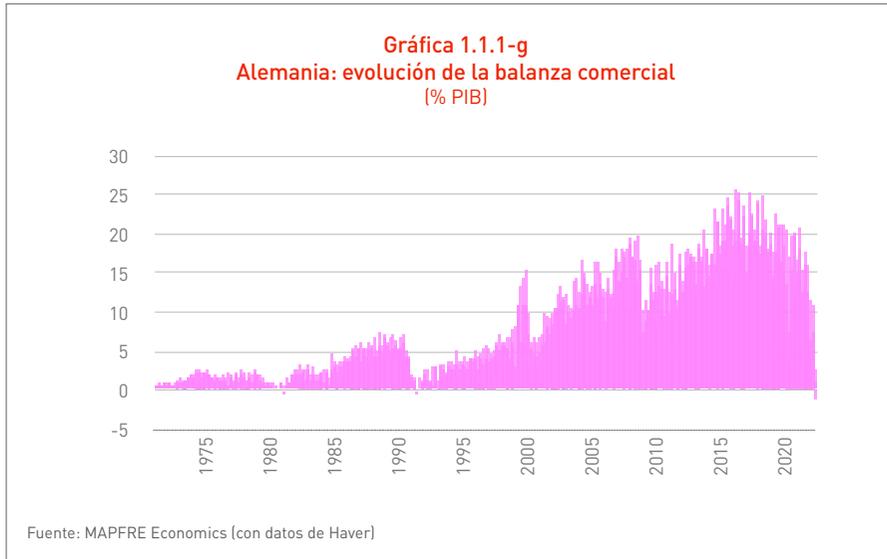
Bajo este supuesto, y tal como espera la Reserva Federal, se pronostica que la economía transite hacia el llamado “aterri-zaje suave”, alineando los desequilibrios entre oferta y demanda que sostienen los actuales precios hacia un entorno manejable. Este proceso, tal como lo indican los últimos datos de ahorro (máximos desde 2008), sumados al aumento del crédito al consumo (máximos desde 2002) y adicionado por el endurecimiento del acceso a crédito, desencadenaría una rectificación de la demanda, generando un panorama relativamente más benigno para el mercado (véase la Gráfica G).

No obstante, la probabilidad de un “aterri-zaje forzoso” en el camino hacia reconfigurar la función de oferta y demanda, aumenta a medida que el ciclo de ajuste se acelera y los riesgos de cola se acumulan (tanto exógenos como endógenos), y mientras que estos se expanden a nivel nacional e internacional (véase la Gráfica H). Cabe recordar que la última vez que la Reserva Federal subió tipos de interés en 75 pbs, y aunque en un contexto global distinto, tuvo lugar la “Crisis del Tequila” y el Fondo Monetario Internacional tuvo que implementar un plan de rescate y ajuste macroeconómico para la economía mexicana.

**Gráfica H.**  
**Estados Unidos: aplanamiento de curvas de tipos de interés**

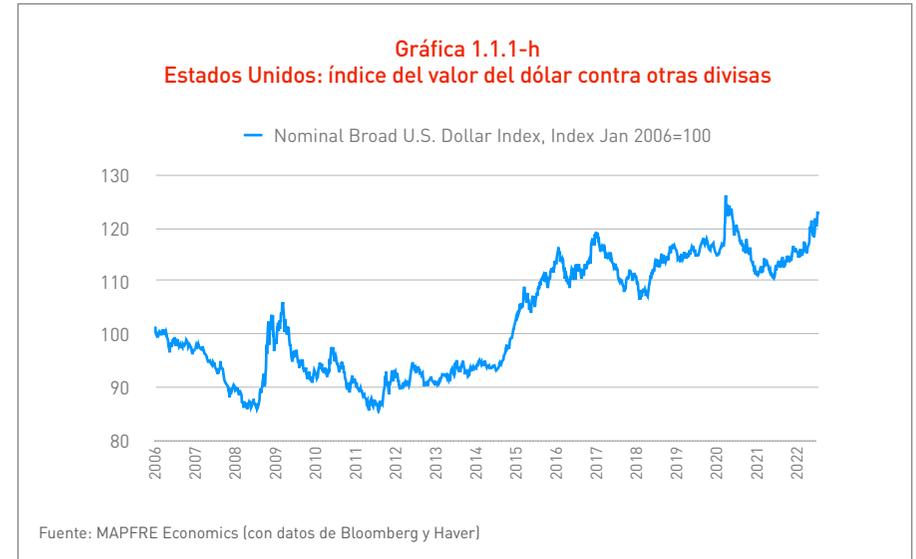


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)



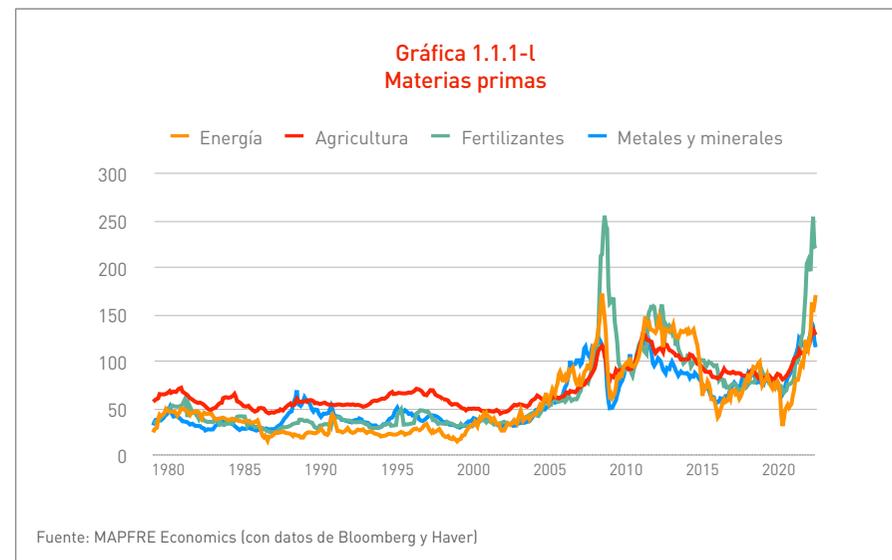
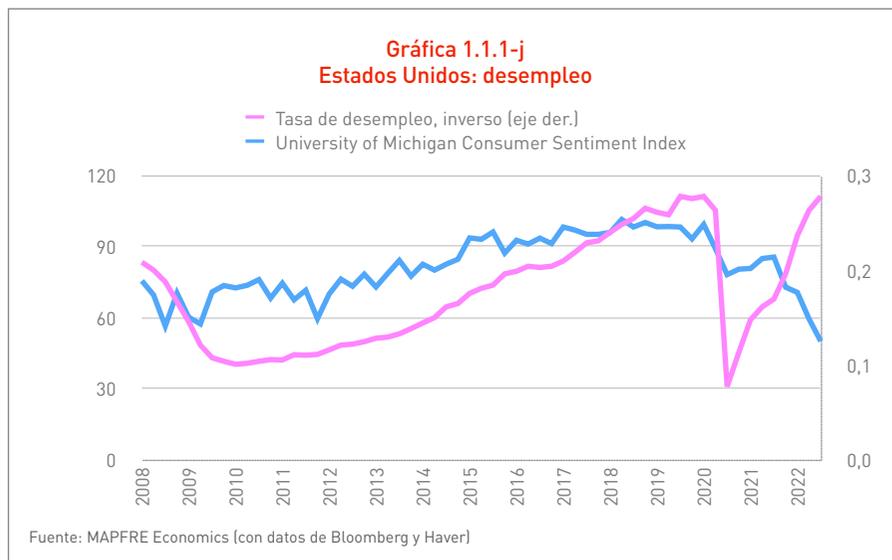
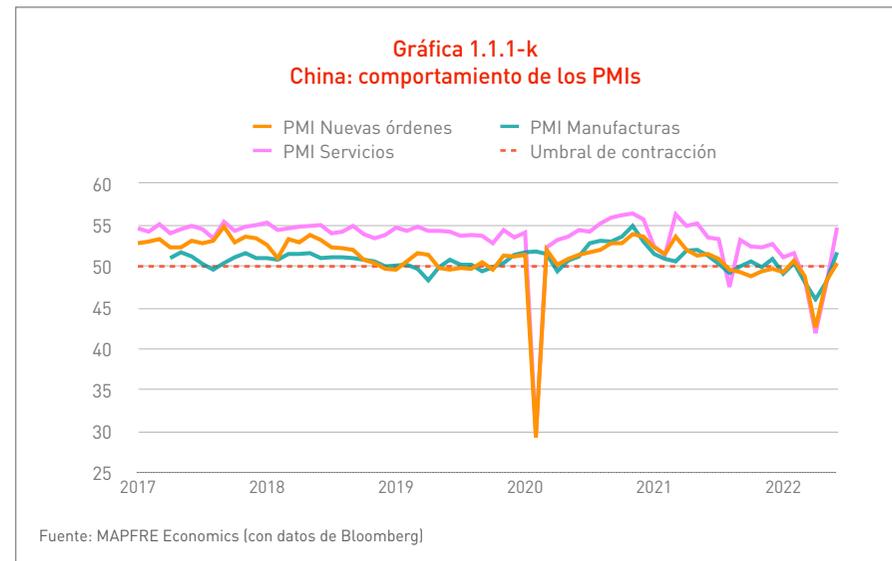
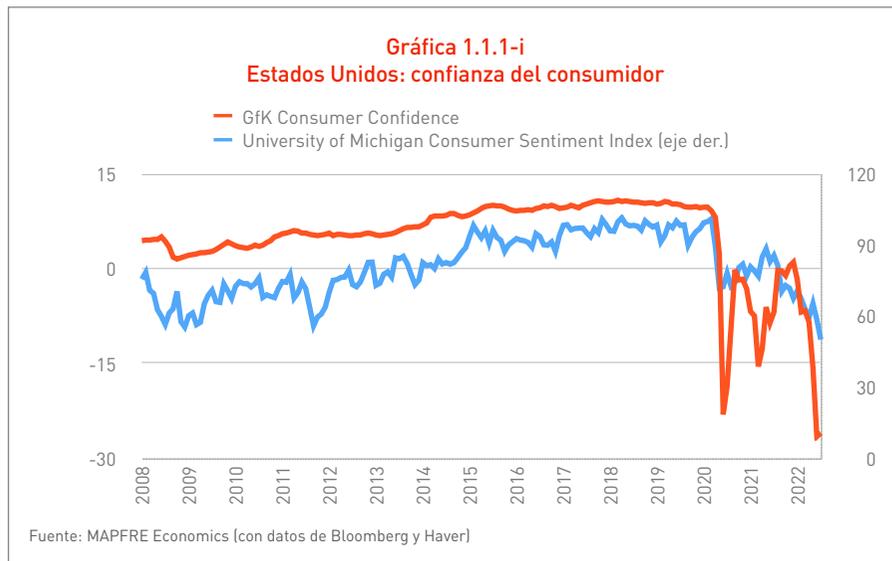
una negativa influencia sobre comportamiento del gasto público con asimetrías por países (véanse las Gráficas 1.1.1-g y 1.1.1-h).

En Estados Unidos, la revisión también se produce a la baja en el crecimiento del PIB, aunque más limitado que en la Eurozona, con un ritmo esperado del 2,5% y 1,4% en 2022 y 2023 (frente al 3,2% y 1,7% de nuestro informe anterior), y una mayor inflación (7,6% y 2,9% en media). Esto se debe, por un lado, a la confirmación de una tasa de actividad negativa en primer trimestre (impulsada por una contribución negativa de las exportaciones y una acumulación de inventarios) y, por otro lado, y a pesar de la menor dependencia energética y de un margen favorable preexistente en el mercado laboral, la etapa de inflación se encuentra más extendida y sostenida por presiones alcistas en los salarios. Con ello, la respuesta de política monetaria se espera más agresiva y el impulso en su lucha contra la inflación alcanzaría niveles restrictivos (frente a las perspectivas de neutralidad del informe anterior). Así, se espera que la



reducción de la demanda agregada sea más pronunciada y la tasa de desempleo más sensible al proceso (véanse las Gráficas 1.1.1-i y 1.1.1-j).

Respecto a los mercados emergentes, se espera que China y los países del sudeste asiático supongan un cierto amortiguador para el crecimiento global, aunque en menor medida que durante la reapertura tras las crisis del Covid-19 (véanse las Gráficas 1.1.1-k y 1.1.1-l). Europa emergente seguiría registrando el peor desempeño dada la cercanía de sus cadenas de valor al conflicto geopolítico, en tanto que en Latinoamérica, en líneas generales, se espera un desempeño positivo, aunque con diferencias notables entre los países exportadores, beneficiados del contexto actual de materias las primas, y países tanto importadores como con vulnerabilidades tácitas, los cuales podrían encontrar problemas en la financiación de la cuenta corriente de su balanza de pagos (véase el Recuadro 1.1.1-c).



### Recuadro 1.1.1-c Volatilidad cambiaria emergente

#### Volatilidad cambiaria

La actividad económica en los países emergentes continuó mostrando un desempeño positivo en la segunda mitad de 2021 e inicios de 2022. Desde el punto de vista de la actividad, la recuperación de la economía se mantuvo estable, aunque con intensidad limitada, apoyada por el aumento del precio de las materias primas y el avance del sector manufacturero, en consonancia con un mayor consumo global y la tardía, aunque progresiva, reactivación del sector servicios. En cuanto a las condiciones globales de financiación, estas se mantuvieron aún favorables con los bancos centrales de los mercados desarrollados continuando con la fase de estímulo bajo el contexto de una inflación transitoria. En este entorno, la aversión al riesgo continuó revirtiéndose, el retorno de los flujos de capitales normalizándose y, aunque lejos de recuperar los niveles previos a la pandemia, se presenta una perspectiva positiva incluso en las aquellas economías con vulnerabilidades estructurales más evidentes con potencial de convertirse en foco de eventos *risk off* más abruptos y selectivos.

En los mercados de divisas, los tipos de cambio mantuvieron una posición más estable en términos nominales a los experimentados con anterioridad (fase pandémica), aunque asimétrica, debido en parte a: (i) el punto de partida de divisas ampliamente depreciadas frente a su tendencia; (ii) balanzas de pagos favorecidas por el contexto de mayor dinamismo internacional que seguían sin mostrar desequilibrios (véase la Gráfica A), y (iii) el auge generalizado en los precios de las materias primas. En este sentido, y dado su mayor cercanía a las primeras etapas de la reactivación (materias primas y manufacturas de bienes de primer orden), los países netamente exportadores se vieron favorecidos de esta etapa positiva y más

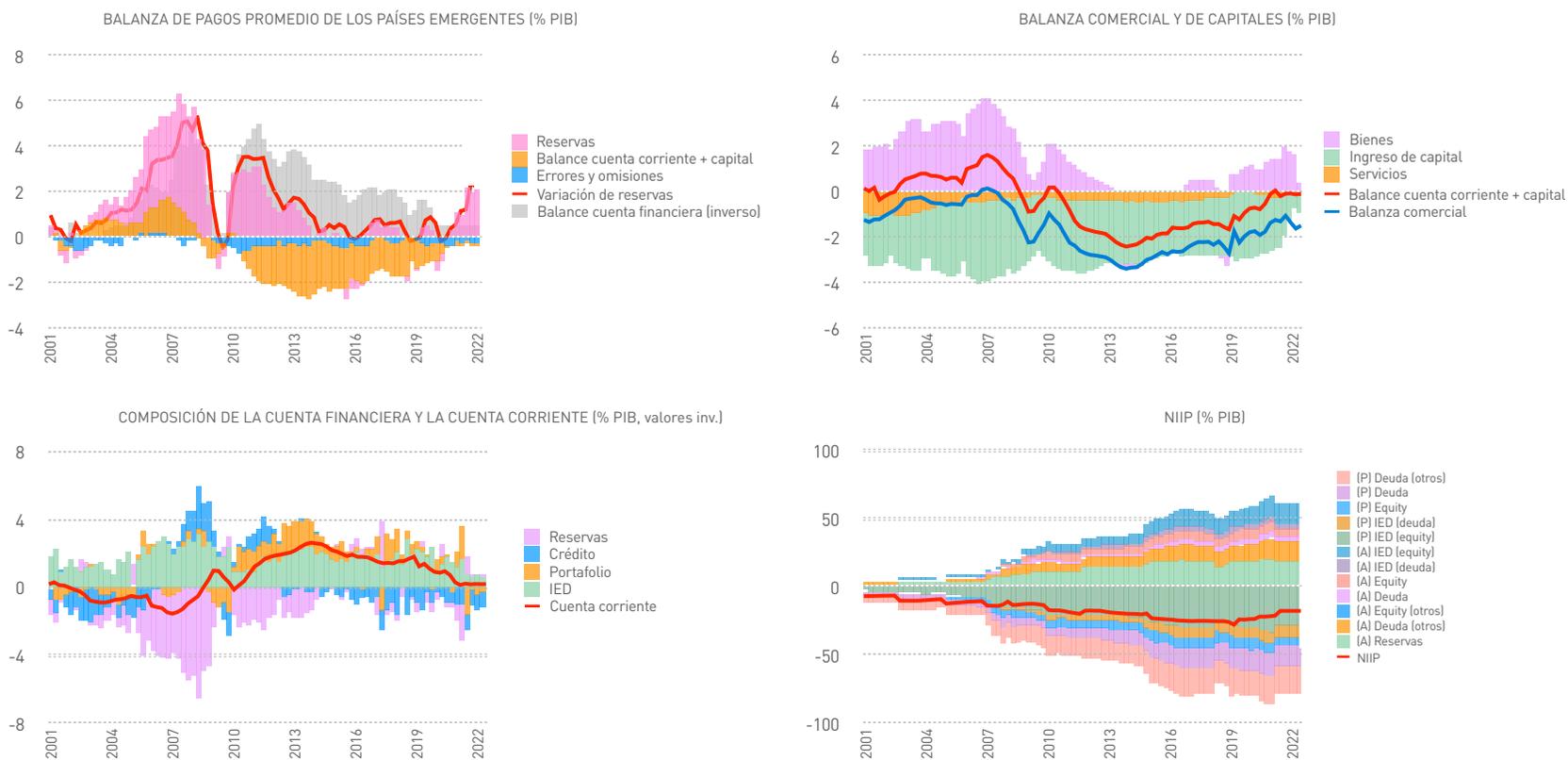
temprana, desencadenando en consecuencia unas presiones inflacionistas más significativas y una respuesta monetaria más inmediata frente a la tendencia observada tanto en otras economías emergentes como en los mercados desarrollados.

Sin embargo, el conflicto Rusia-Ucrania y las nuevas medidas relacionadas con la pandemia en China, han supuesto un desafío adicional para la economía global, provocando nuevas rondas de disrupción en las cadenas de suministros y renovados temores de escasez de materiales y ciertos insumos básicos. Al mismo tiempo, y como consecuencia de la vía de traslado directo del *shock* a los precios, la política monetaria en los países desarrollados ha venido agilizando el proceso de normalización ante el temor de unos efectos de inflación más persistentes, que terminen por calar en las expectativas de inflación a largo plazo a través de efectos de segunda ronda, desembocando en un endurecimiento más rápido de lo previsto y agudizando el temor de un nuevo evento *taper tantrum*. En este sentido, y sumado a los temores de riesgo de recesión global más recientes, los flujos de capitales volvieron a encadenar salidas abruptas en el segundo trimestre del año, en particular en Europa emergente y Asia (véase la Gráfica B).

Como consecuencia, las principales monedas emergentes se han visto impactadas negativamente en detrimento del dólar estadounidense, dado su papel como valor refugio. Con ello, y tal como se indicaba por el lado de los flujos, la Gráfica C muestra la mayor presión sobre las monedas de Europa emergente y Asia, en virtud tanto de la mayor vinculación directa (comercial y financiera) con la zona de conflicto geopolítico en Europa, como del efecto negativo de la drástica política contra el Covid-19 de

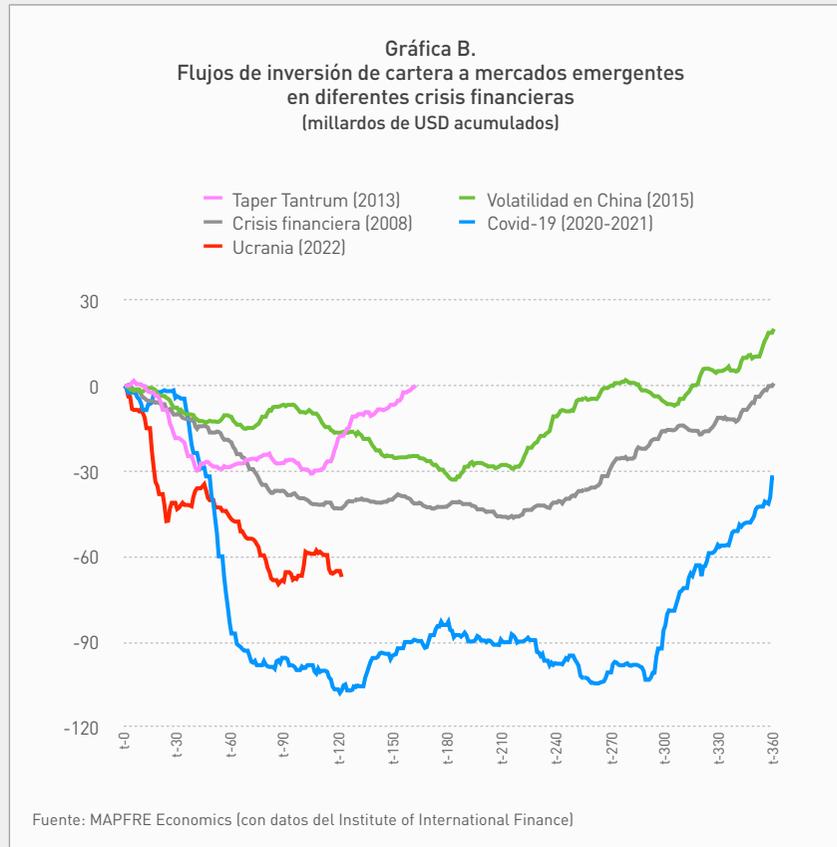
**Recuadro 1.1.1-c (continuación)**  
**Volatilidad cambiaria emergente**

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

**Recuadro 1.1.1-c (continuación)**  
**Volatilidad cambiaria emergente**



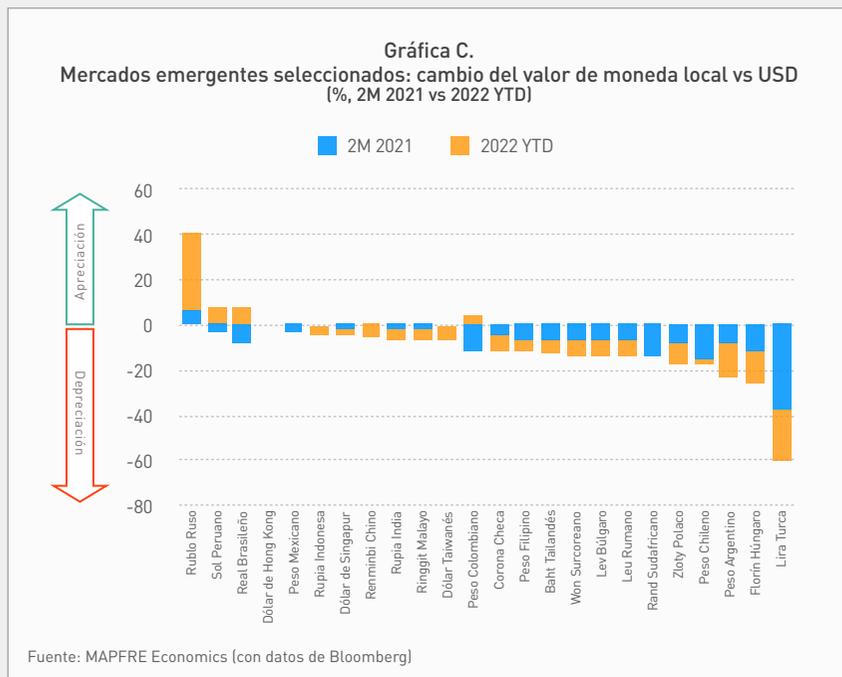
China, dada su proximidad a las cadenas de suministro del gigante asiático.

De forma adicional, cabe destacar la fuerte depreciación de los casos de Turquía y Argentina, cuyos determinantes diferencial e idiosincrático lastran de manera recurrente el comportamiento de sus monedas respecto a sus pares, agravado en el caso de Turquía dada: (i) su cercanía al canal de demanda europeo; (ii) su papel importador neto de materias primas a través de déficits por cuenta corriente; (iii) sus elevados niveles de deuda externa en dólares, y (iv) una política monetaria acíclica que podría suponer una dificultad adicional a la necesidad de financiación de dichos déficits. Por el contrario, economías latinoamericanas como Brasil, México Perú y Colombia se ven ampliamente beneficiadas de su papel exportador.

Por último, destacan las particularidades del caso de Rusia. Y es que a pesar de las sanciones internacionales impuestas y el consecuente menor dinamismo de las importaciones, los altos precios de energía combinados con una reorientación del destino de sus exportaciones hacia Asia, se reflejan en una cuenta corriente con un fuerte superávit. Si bien no se disponen de datos de flujos y salidas de capitales, no divulgados por el banco central bajo el contexto actual, la rápida respuesta monetaria (1.050 puntos básicos en una reunión no programada tres días después de la invasión de Ucrania), sumada a los controles de capital, parecen haber impedido una fuga de capitales como la acontecida en 2014 y haber estabilizado e incluso apreciando el rublo ruso en el curso de 2022.

Con todo ello, es esperable que ciertas economías emergentes continúen sacando algo de partido del actual ciclo de materias primas y de sorpresas al alza en la inflación, al beneficiarse de mejores términos de intercambio,

**Recuadro 1.1.1-c (continuación)**  
**Volatilidad cambiaria emergente**



en detrimento de aquellas con altas disrupciones en las cadenas de suministro globales (Europa emergente y la todavía en reactivación región asiática), de las economías con sesgo importador y de aquellas con unos fundamentales más débiles y vulnerabilidades estructurales latentes. A medio y largo plazo, y a pesar de que los datos de actividad continúan siendo positivos, se enfrentan a riesgos de unas políticas monetarias, en general, menos favorables (tanto locales como externas) que se espera se trasladen a la demanda con cierto rezago, alimentando el riesgo de un menor crecimiento cada vez más evidente (principalmente en los mercados desarrollados), e incluso ciertas probabilidades de recesión puntuales crecientes, que debilitarían la producción a futuro y, por ende, los insumos básicos y el ciclo actual.

### 1.1.2 Hacia adelante

Bajo esta dinámica, y dado la cantidad de vientos cruzados que se acumulan en el panorama económico global, la incertidumbre de estos factores trata de canalizarse a través de dos escenarios. En línea con los

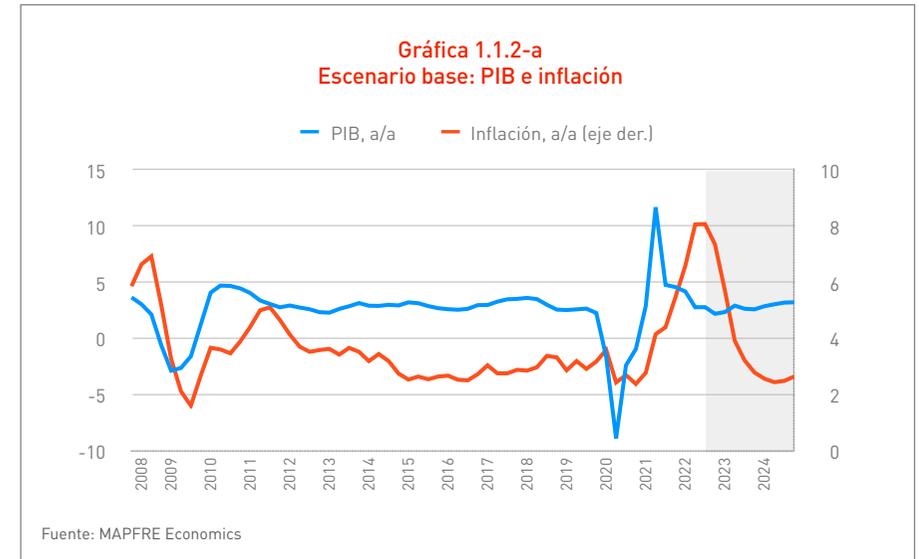
informes anteriores, la visión central contempla un escenario base que cuenta con la base amplia de probabilidades, mientras que el escenario estresado presenta un enfoque de estrés apalancado en la posibilidad creciente de materializarse ciertos riesgos de cola acumulativos y con potencial suficiente para desembocar en una recesión global.

### Escenario base

Para efectos de este informe, el *escenario base* continúa bajo un impacto despreciable del factor epidemiológico en términos de actividad y escasa probabilidad de nuevas restricciones generalizadas. En cuanto al factor geopolítico, se balancean los riesgos a la baja en términos de duración e impacto, con una duración del conflicto en Ucrania que se extendería hasta finales de 2022 y en el que los paquetes de sanciones aumentan el impacto económico, dada la escalada de estas y la polarización de bloques. En línea con este supuesto, un eventual alto al fuego en el conflicto no vendría acompañado de un retroceso en las sanciones equivalente, dejando daños permanentes en materia de comercio, cadenas de suministros y materias primas (tanto energéticas como no energéticas).

Bajo este supuesto, los precios del petróleo y gas permanecen por encima de los 100 USD/b durante todo 2022, pasando a estabilizarse en el entorno de los 90 USD/b a finales de 2023 y convergiendo hacia precios estructuralmente más elevados. Para el caso del gas, la senda es similar con los precios del Henry Hub, por encima de los 7 dólares, y una convergencia de largo plazo hacia el entorno de las 4,5 dólares. El agregado de *commodities* más amplio, continúa con una previsión de normalización hacia precios cercanos a su tendencia anterior e influenciado por eventos de volatilidad mayores.

En consecuencia, la inflación permanece elevada durante todo el año, con una progresiva reversión a finales de 2022 y principios de 2023, en parte justificada por el efecto base y el deterioro de la demanda agregada. En este escenario, los bancos centrales de los mercados desarrollados mantienen el rumbo actual de normalización monetaria hasta entrado 2023, en convergencia con el impulso en los precios, elevando el rango de tipos de interés hasta su convergencia con la tasa de inflación y que podría ubicarse por encima de la neutralidad. En los mercados emergentes, por



su parte, dicho proceso más avanzado se traduciría en una profundización de políticas monetarias restrictivas.

En términos de actividad, el desempeño económico continuaría moderándose, con crecimientos por debajo del potencial, aunque sin encadenar una recesión técnica ni en la Eurozona, ni en Estados Unidos (en términos de NBER), mientras que el empleo entraría en una dinámica de ralentización sin prácticamente ganancias adicionales, más notable a medida que el efecto de los tipos de interés repercute en el consumo y la inversión de hogares y empresas (véase la Gráfica 1.1.2-a).

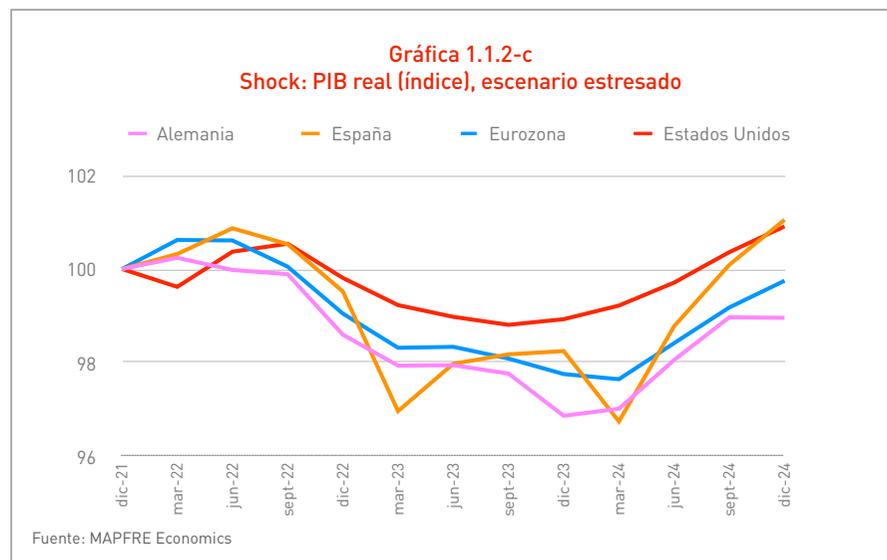
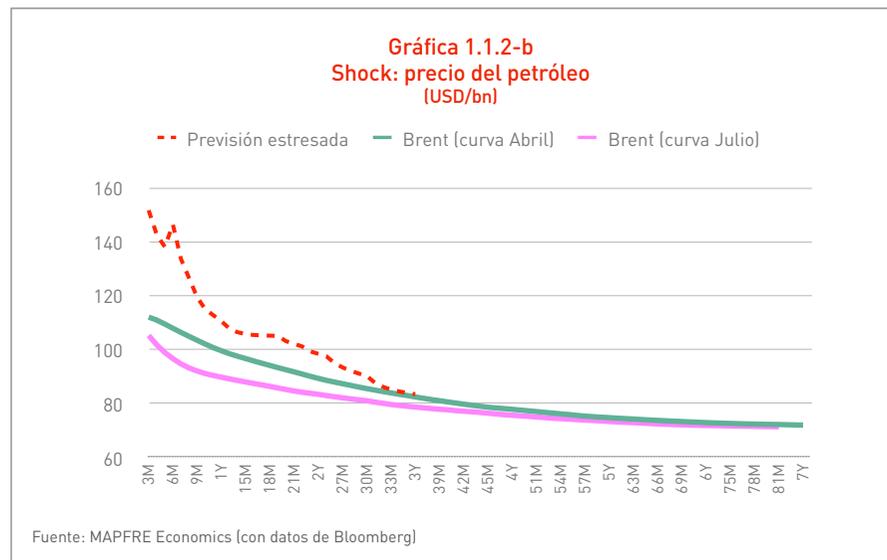
### Escenario estresado

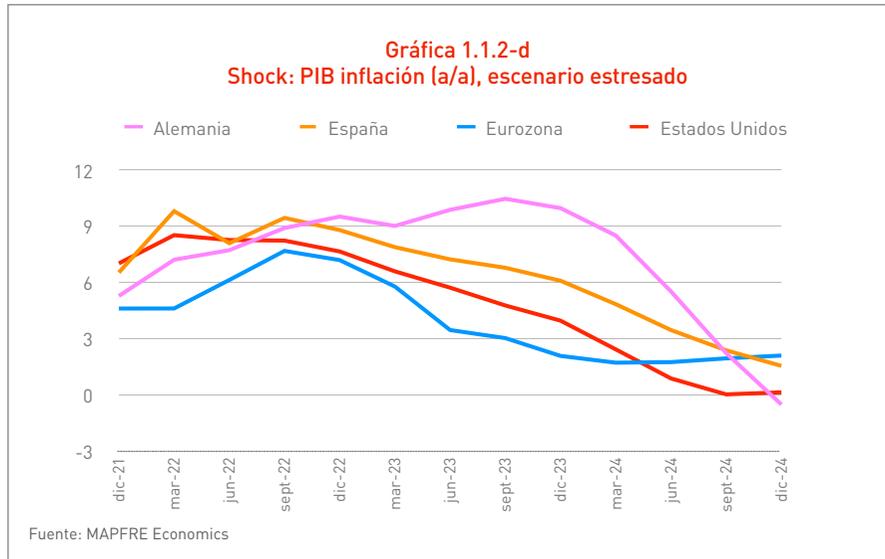
En línea con informes anteriores, se considera un escenario de naturaleza alternativa y más pesimista (*escenario estresado*) que se incrementa considerablemente en probabilidad y ligeramente en impacto. Este

escenario continúa definido por dos hitos principales: (i) un conflicto que bien se cristaliza extendiéndose en el tiempo más allá de 2022, no enmarca la confrontación de más actores internacionales (OTAN y/o China) y, a su vez, conlleva el riesgo de mayores sanciones que incluyen bien medidas específicas sobre el gas y el petróleo por el lado occidental (nuevas sanciones o embargos), o bien cortes severos de suministro por el frente ruso, y (ii) tasas de inflación más persistentes con respuesta monetaria restrictiva más enérgica.

En este escenario de análisis, en la segunda mitad de 2022 las distintas economías de la zona euro sufrirían el impacto de forma más inmediata materializada en una recesión. Esto se debe a las implicaciones productivas de un *shock* energético sobre las economías intensivas en el sector industrial y manufacturero; impacto que posteriormente se trasladaría por efecto contagio a las orientadas al sector servicios, dando como resultado un deterioro generalizado de la confianza del consumidor y, con ello, una abrupta disminución del consumo. La políticas monetarias y fiscal responden de forma contundente y ágil, agravando el desequilibrio preexistente en aras de sanear la demanda y retroalimentando los riesgos de dominancia fiscal, lo que, más adelante en el tiempo, daría paso a una relajación de las condiciones financieras adentrándose hacia un nuevo ciclo acomodaticio para reedificar los pilares productivos. En Estados Unidos y otras economías con menor dependencia, el efecto del *shock* sería menor por su menor vinculación con los países en conflicto, aunque se resentirían en términos de actividad y las tasas de inflación continuarían sorprendiendo al alza por problemas más extensos en la oferta, haciendo que la respuesta de los bancos centrales para aminorar la presión de la demanda se reflejara en un consumo que retrocede hasta llevar al PIB a la zona de contracción.

Por el lado de la política fiscal, en este escenario se esperaría que la respuesta se vuelva expansiva para amortiguar el *shock*, aunque de forma más selectiva y con menor capacidad de actuación, deteriorando las cuentas públicas y dando como resultado a un ciclo de mayor ajuste





posterior, más prolongado en el tiempo y de consolidación e incluso austeridad en ciertas regiones.

Bajo este escenario de mayor estrés, los precios de petróleo y gas sufren un repunte fuerte en el momento del *shock*, alcanzado los 150 USD/b, de cara a 2023; este sin embargo, volvería a sus precios de equilibrio de 60 USD/b a medida que el ciclo de recesión se traslada al empleo y da como resultado una minoración de la demanda y el acceso al crédito se endurece. Las variables financieras marcan una aversión al riesgo generalizada, en línea con la mediana de otras recesiones, con impacto de dos sigmas sobre los activos de riesgo (bonos y acciones) y un deterioro generalizado de los balances de los agentes (véanse las Gráficas 1.1.2-b a 1.1.2-d).

En los mercados emergentes, el *shock* es menos intenso, aunque notable para los exportadores de materias primas una vez se confirma una

minoración en la demanda y un retroceso en el precio de insumos. Por otra parte, para aquellos con elevados niveles de deuda externa y deficiencias en la financiación de las cuentas corrientes por elevada dependencia a flujos del exterior, el *shock* se hace más latente e inmediato por contagio financiero.

### 1.1.3 Balance de riesgos

Varios son los posibles detonantes adicionales que podrían resultar en un evento similar a un shock recesivo. La Gráfica 1.1.3 ilustra la actualización de dicho mapa de riesgos para la economía global en la perspectiva hacia el tercer trimestre.

### Gobernanza global y crisis geopolítica

Las tensiones geopolíticas globales alcanzan un nuevo estadio, marcado por el enquistamiento del conflicto dentro y fuera de Ucrania. La reunión de la OTAN en Madrid sirvió para aunar posiciones y trazar nuevas lindes en la fragmentación Este-Oeste (incorporación de Suecia y Finlandia), a la par que el discurso atlantista incomodó fuertemente a China al ser considerada amenaza estructural. Es posible que este hecho reduzca la equidistancia oficial en su posición relativa a la invasión rusa en Ucrania. Medirá esfuerzos, sin embargo, dada la fragilidad financiera, económica y sanitaria que enfrenta y que, por otro lado, ha instigado un programa de estímulos extenso a fin de apaciguar el creciente descontento social. En Europa, la debilidad política de los partidos más centrados vuelve a cobrar protagonismo en Italia y Francia y debilita la posición común en materia estratégica y estructural como la reforma energética, la relación con Rusia y los mecanismos anti-fragmentación, entre otros. Esta vez, además, el BCE no puede usar la dialéctica para controlar los ánimos como lo hizo M. Draghi hace años. El tensionamiento soberano y la huida hacia adelante en el endurecimiento monetario son testigos de esto. En Estados Unidos, la inflación, la creciente atonía económica y la

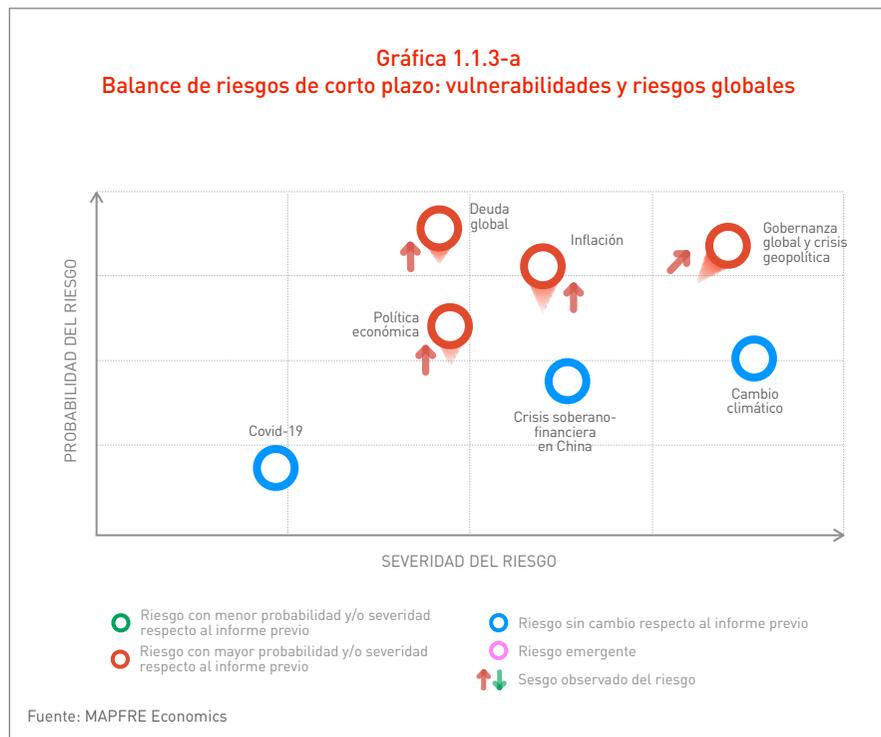
inseguridad pasan factura a la popularidad del presidente J. Biden y podrían estar preparando el terreno para un futuro presidente menos conciliador con Europa, lo que sería un importante golpe para el giro estratégico actual que animaría a buscar la autonomía en la seguridad de la región. En Latinoamérica, el ciclo político reivindicativo de medidas populares se endurece con la elección de Gustavo Petro, la dimisión del ministro de economía de Argentina, los temas constitucionales de Chile, y otros más que podrían abundar en la institucionalidad de la región y abonar el terreno para nuevas alianzas. En la frontera sur de Europa crece el temor a una nueva primavera árabe impulsada por el efecto del precio de los alimentos y un deterioro de las relaciones internacionales, la cual sigue desgastándose en países como India o Indonesia los que ya están limitando sus exportaciones, así como en gran parte de África que se encuentra en riesgo extremo de hambrunas generalizadas.

### Deuda global

A lo largo del primer trimestre de 2022, la deuda global se incrementó en 3,3 billardos de dólares, hasta alcanzar un nuevo récord de 305 billones, aunque volvió a reducirse en relación al PIB hasta ubicarse en un 348,4% (entorno a 15 pp por debajo de su máximo en 2021). En los mercados desarrollados, este ratio tuvo un mejor desempeño a lo largo del año, al reducirse en 20 pp desde máximos. Liderando el desapalancamiento se encontraron las empresas financieras y sector público, seguidas por los hogares y, en menor medida, por las empresas no financieras. En contraposición, los mercados emergentes redujeron la ratio en solo 6 pp desde máximos; este menor ritmo se debe fundamentalmente a China (cuya deuda gubernamental continuó aumentando) y a un contexto de tipos de interés más elevados y frente al gradual endurecimiento monetario del mundo desarrollado.

El contexto previo de la pandemia indicaba una continuación de la recuperación económica, una moderación en los déficits presupuestarios y el apoyo adicional de elevadas tasas de inflación como catalizadores

positivos para diluir la carga acumulada. Sin embargo, con la llegada del conflicto en Ucrania, la inflación ha venido registrando una persistencia e impactos mayores a los esperados, al tiempo que el efecto sobre la actividad económica se incrementaba. Con ello, y a medida que la palanca monetaria cambió de signo (aunque todavía en tipos de interés reales negativos en los mercados desarrollados), el impacto también podría ser peor del inicialmente previsto debido a un coste de la deuda más elevado bajo un acumulado mucho más sensible a la dinámica de endurecimiento. A su vez, este proceso podría ser limitante en términos de política fiscal, ante la necesidad de establecer una sostenibilidad futura y limitar la capacidad de los gobiernos para actuar frente a las consecuencias de la



guerra, dando como resultado unas políticas fiscales asimétricas de expansión (en aquellas economías con margen de actuación) y de una tendencia austera (en aquellas limitadas por las condiciones preexistentes) para evitar entrar en una *trampa de deuda*. Si bien, en líneas generales, se espera una dinámica de consolidación, el riesgo de nuevas expansiones en respuesta al *shock* inflacionario en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras podría exacerbar los desequilibrios y derivar en situaciones de estrés en los mercados, especialmente en los emergentes con exposición a moneda extranjera y países con ciertas vulnerabilidades estructurales no corregidas durante la recuperación económica.

### Política económica

A medida que el impulso inflacionario gana tracción, con un contexto geopolítico que se mantiene y el lado de la oferta aún restringido, las expectativas de los agentes se posicionan hacia mayores demandas salariales para mitigar el efecto de la pérdida de poder adquisitivo. Con ello, los principales bancos centrales refuerzan sus posturas de política monetarias de signo restrictivo para cumplir sus respectivos mandatos, bien por mandato único o bien por prevalecer el factor de estabilidad de precios.

En este contexto, y a medida que el efecto de estos movimientos comience a calar más allá de los tipos hipotecarios, es esperable que la desaceleración del consumo sea mayor y las empresas se encuentren con mayores obstáculos para la contratación, en línea con el aterrizaje suave esperado por los planificadores centrales. Si bien este es el escenario central, el riesgo de cruzar el umbral de la neutralidad hacia el terreno de la restricción podría exacerbar el proceso y desembocar en un aterrizaje forzoso que terminaría prematuramente con el ciclo de ajuste. Bajo ambos escenarios, la respuesta monetaria y fiscal en muchas economías podría ser más limitada que en el pasado, dados los elevados niveles de deuda acumulados durante los últimos años en los

balances de los bancos centrales y el asentamiento de déficits con un amplio componente estructural integrado.

### Crisis soberano-financiera en China

A medida que la reapertura china gana tracción, sus indicadores de actividad se recuperan y suponen un amortiguador para la recuperación tanto de la actividad como de las cadenas globales, aunque con matices. Por un lado, los detalles de los indicadores de alta frecuencia indican que la reactivación está siendo intensa, aunque la plena capacidad llevaría algo más de tiempo del inicialmente previsto. Por otro lado, en materia de políticas frente al Covid-19, las preocupaciones no se disipan ante la incertidumbre de futuros bloqueos en respuesta a nuevos brotes, en línea con los observados más recientemente por parte del gobierno. Como consecuencia, las cadenas de suministro continúan rotando hacia el sureste asiático en búsqueda de una mayor estabilidad que, aunque aliviaría los problemas de oferta en el corto plazo, aún necesitan tiempo para prosperar, consolidarse e integrarse en el engranaje global.

Al mismo tiempo, el sector inmobiliario continúa en una dinámica aciaga, a pesar de que el banco central chino continúa dotando a la economía de unas condiciones financieras más laxas y los esfuerzos gubernamentales por impulsar la inversión en el sector aumentan, las ventas de casas nuevas en las principales ciudades continúan disminuyendo respecto al año anterior y los desarrolladores que siguen encadenando problemas sigue creciente (Shimao se sumó a la lista de impagos en julio).

En el terreno geopolítico, al ambiguo posicionamiento geopolítico entorno al conflicto de Rusia y las pretensiones sobre Taiwán, se suma cierto alarmismo interior ante el avance de unos lazos cada vez más estrechos entre la OTAN y los países de Asia-Pacífico. Con el desarrollo de estas redes multilaterales, el conflicto de interés contrapuesto entre China y

países como Japón, Corea del Sur, Australia y Nueva Zelanda, pueden suponer un riesgo adicional al ya complicado tablero geopolítico. Por el lado positivo, y en aras de dinamizar la oferta disponible, podrían relajarse ciertas sanciones por parte de la administración del presidente J. Biden, las cuales fueron heredadas de la etapa anterior y cuya flexibilización podría suponer un impulso adicional al comercio global.

Con todo ello, y a pesar de los esfuerzos por abordar las vulnerabilidades financieras, estabilizar la delicada moderación del crecimiento y resolver los problemas estructurales, el riesgo de desencadenar una crisis de deuda con potencial sistémico de contagio soberano-financiero continúa siendo real.

### Cambio climático

Con la crisis en Ucrania se ha puesto de manifiesto la dicotomía entre seguridad energética y transición ordenada. En contexto actual la dependencia a los combustibles fósiles (rusos o no) a corto plazo, supone un desafío energético global y particularmente para Europa. A pesar de que este evento geopolítico supondrá un impulso hacia la inversión en energías limpias y reducir la dependencia a las fuentes tradicionales en busca de una mayor seguridad energética. Sin embargo, en el corto plazo, la reordenación de las fuentes de producción de estas energías para cubrir las necesidades más inmediatas, se convierte en un imperativo estratégico a medida que los riesgos de falta de suministro se incrementan y el riesgo de paralización de las economías hace saltar la alarma en varios países que aceleran la implementación de planes de contingencia e intervencionismo.

### Inflación

La reciente aceleración de las tasas de inflación continúa sorprendiendo tanto a los mercados financieros como a los responsables de la política monetaria en su ejercicio por controlar las expectativas bajo el objetivo de

sus mandatos. Con ello, el riesgo de desanclaje se vuelve cada vez mayor y la voluntad de actuar de los bancos centrales más activa. En este sentido, y según los datos de *swaps* de inflación, los participantes del mercado todavía creen en la capacidad de dominar las elevadas tasas de inflación por parte de los bancos centrales, a pesar de que los aumentos de precios son más persistentes de lo que se pensaba inicialmente. Sin embargo, y para el caso estadounidense como punto de referencia, indicadores adicionales como las encuestas de la Universidad de Michigan, han comenzado a señalar una ruptura al alza en las expectativas, lo que llevaría a los bancos centrales a continuar orientando sus decisiones hacia una política restrictiva para tamizar las expectativas, en detrimento de los datos de actividad y empleo, y a pesar de la reciente acumulación de malos datos macroeconómicos.

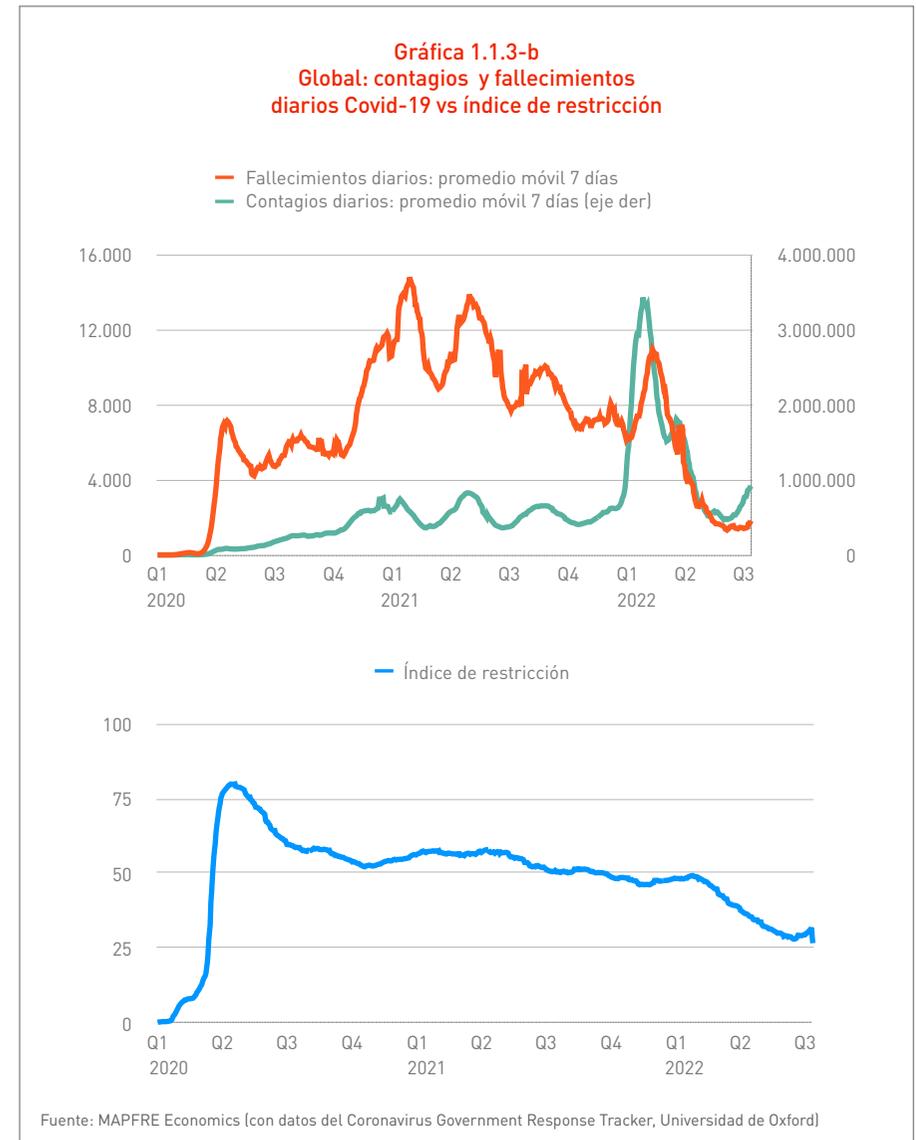
Un segundo punto de vista de este desanclaje de expectativas al alza comienza a evidenciarse en las negociaciones salariales a medida que las presiones en los precios se intensifican y su duración se extiende a lo largo del tiempo. La dinámica más reciente, mucho más avanzada en Estados Unidos, comienza a reflejar negociaciones al alza en los salarios cada vez más generalizadas en diversos países (Alemania, Francia, Países Bajos), aunque no así en países del sur de Europa en los que prevalece un rango mayor de sectores liderados por la industria. Si bien los precios finales de venta han tenido una respuesta tardía, con contenciones en los márgenes empresariales, dadas las casuísticas durante la pandemia y las perspectivas de una duración transitoria, el proceso de fijación de precios actual ya incluiría el cambio de expectativas, con liberaciones de márgenes hacia el consumidor final y que, en su etapa más reciente, comienzan a permear en la demanda salarial. En consecuencia, ante esta dinámica la función de respuesta de los bancos centrales se endurece, desembocando en primera instancia en la necesidad de unas políticas ortodoxas hacia la neutralidad monetaria y, de manera menos anticipada de lo previsto, hacia el terreno restrictivo con vistas a reducir el consumo.

### Covid-19

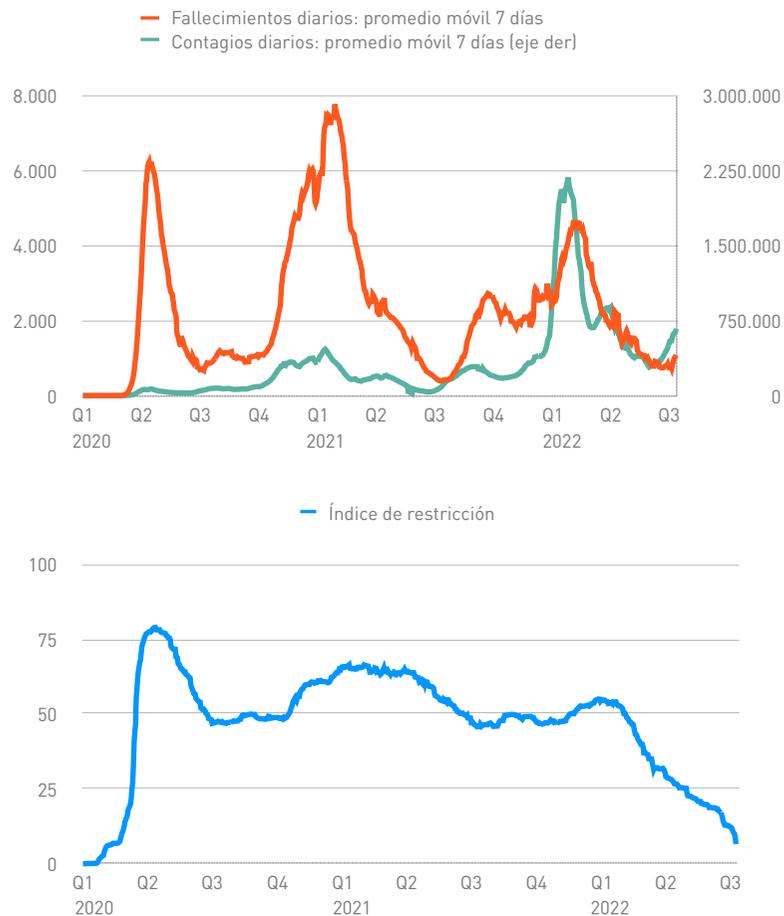
Según el informe más reciente de la Organización Mundial de la Salud (OMS), después de una tendencia a la baja desde el último pico en marzo de 2022, la cantidad de casos semanales ha crecido a nivel mundial por tercera semana consecutiva. Se reportaron más de 4,6 millones de casos nuevos durante la semana del 27 de junio al 3 de julio de 2022, una cifra similar a la semana anterior. Con más de 8.100 muertes reportadas, el número de nuevas muertes semanales disminuyó en un 12%, aunque aumenta el riesgo de incrementarse paulatinamente (véanse las Gráficas 1.1.3-b, 1.1.3-c y 1.1.3-d).

A nivel regional, el número de nuevos casos semanales aumentó en la Región del Mediterráneo Oriental (+29 %), la Región de Asia Sudoriental (+20 %), la Región de Europa (+15 %) y la Región del Pacífico Occidental (+4 %), mientras que disminuyó en la Región de África (-33%) y la Región de las Américas (-4%). El número de nuevas muertes semanales aumentó en la Región del Mediterráneo Oriental (+34 %) y la Región de Asia Sudoriental (+16 %), mientras que disminuyó en la Región de África (-50 %), la Región de las Américas (-13 %), la Región de Europa (-12 %) y la Región del Pacífico Occidental (-12 %). Hasta principios de julio, se habían notificado más de 546 millones de casos confirmados y 6,3 millones de muertes en todo el mundo. Debido a que numerosas naciones han estado modificando gradualmente sus técnicas de prueba de Covid-19, se han realizado menos pruebas en general y, en consecuencia, se han identificado menos instancias, por lo que es importante tener cuidado al interpretar estas tendencias.

Actualmente, se están produciendo picos secundarios de Ómicron en muchas partes de América Latina, África subsahariana, varios estados de Estados Unidos, Portugal y partes de India, mientras que los casos y las muertes notificados a nivel mundial continúan disminuyendo. Según la experiencia previa en Europa y el noreste de los Estados Unidos, se espera que estas ondas secundarias de Ómicron causadas por la relajación del

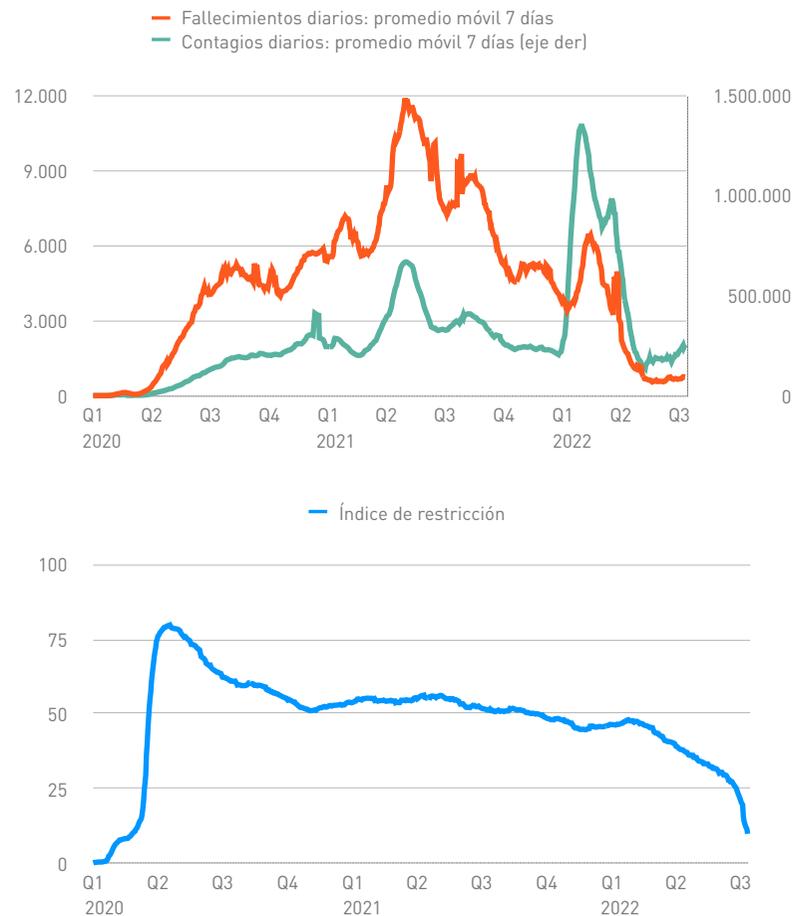


**Gráfica 1.1.3-c**  
Países desarrollados: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 vs índice de restricción



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

**Gráfica 1.1.3-d**  
Países emergentes: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 vs índice de restricción



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

comportamiento, la disminución del uso de mascarillas y las subvariantes de Ómicron se prolonguen algunas semanas más. Por otro lado, si bien China, a través de bloqueos estrictos, ha implementado efectivamente una estrategia cero Covid-19, se prevé que esto continuará al menos hasta el 1 de octubre. Asimismo, se debe monitorear de cerca el aumento relacionado con la variante BA.5 en Portugal y algunas regiones de España; el aumento ha sido mucho mayor que otras ondas Ómicron secundarias en Europa y también se ha asociado con un aumento en el número de muertes.

## 1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

### 1.2.1 Estados Unidos

#### El difícil equilibrio entre inflación y recesión.

La economía de los Estados Unidos se contrajo inesperadamente un -1,6% t/t en el primer trimestre del año (+3,5% a/a), como resultado de una caída en las exportaciones del -4,5% t/t anualizado, mientras que las importaciones han crecido un 18,9% t/t anualizado. El consumo privado crece solo un 1,8% t/t an., la inversión se desacelera, aunque todavía se comporta bien (+5% t/t an.), en tanto que el consumo del gobierno ya está claramente en caída (-2,9% t/t an.) a medida que los estímulos por la pandemia se han ido terminando.

En cuanto a los indicadores adelantados sobre la actividad, las encuestas de actividad y la industria de las diferentes sedes de la Reserva Federal (Richmond, Dallas, Chicago, Filadelfia) apuntan a desaceleraciones en mayo y caídas en junio. Por ello, es de esperar que la desaceleración económica siga en el segundo semestre del año. Por lo que se refiere al cierre del segundo trimestre, es posible que aún sea positivo, escapando por el momento de un escenario de recesión bajo la definición NBER<sup>2</sup>. Por

otro lado, los índices de gestores de compras de junio (PMIs) bajan: el compuesto a 51,2 puntos, el manufacturero a 52,7 y el de servicios a 51,6, pero todavía en terreno de expansión. El dato de gasto individual (*personal spending*) de mayo fue negativo en términos reales, haciendo aflorar de nuevo los temores de recesión.

La economía estadounidense está en un punto de equilibrio entre los efectos de los ahorros acumulados y los estímulos fiscales de 2021, que todavía persisten, y la pérdida de poder adquisitivo por la inflación y los costes energéticos. El endurecimiento de las condiciones financieras ha provocado caídas de las bolsas del 20% y que el rendimiento de los bonos del Tesoro se haya duplicado desde el 1,50% en enero a 3,00% a final de junio. Este entorno, anticipado en nuestro escenario de estrés anterior, se está materializando. A todo ello hay que añadir las múltiples situaciones de cuellos de botella en los suministros que se han visto agravadas de nuevo en el sector industrial con los pasados cierres en Shanghai, una zona fuertemente industrial de China. Así, en este contexto, nuestra previsión de crecimiento para la economía estadounidense para 2022 es del 2,5% y del 1,4% para 2023 (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

En cuanto al problema de las presiones sobre los precios de la energía, no tiene visos de resolverse a corto plazo por múltiples razones que se han conjugado para confluír todas a la vez. En el caso concreto de Estados Unidos, por orden ejecutiva del presidente Biden se mandó cerrar el

- Desde el inicio de la tensión con Rusia en el verano de 2021, antes del inicio del conflicto bélico, la inflación ya venía generando presiones.
- Mientras no se llegue a una solución al conflicto bélico en Ucrania, no habrá bajada de costes energéticos.
- La Reserva Federal acelera subida de tipos de interés, con la mirada puesta en sus efectos sobre la inevitable desaceleración de la actividad.
- Se prevé un crecimiento económico del 2,5% en 2022 y 1,4% en 2023.

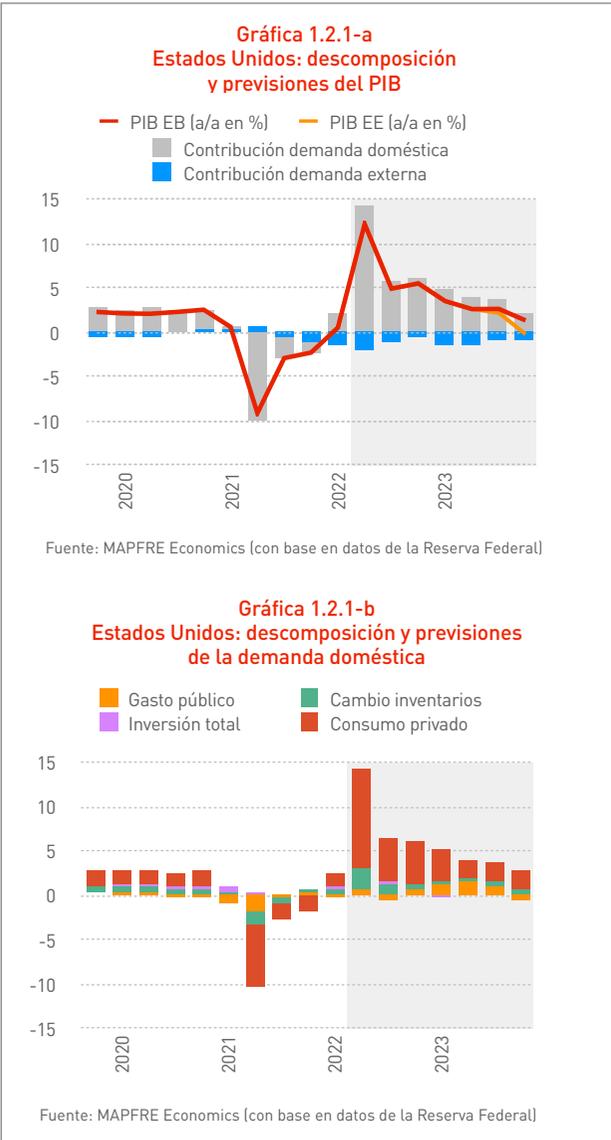
Tabla 1.2.1

Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 (e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,7	2,5	1,4	2,0	-1,1
Contribución de la demanda doméstica	2,5	3,3	2,5	-3,3	7,0	3,7	1,2	3,1	-1,4
Contribución de la demanda externa	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-1,3	-1,1	0,2	-1,0	0,3
Contribución del consumo privado	1,7	2,0	1,5	-2,6	5,5	2,5	1,2	1,9	-0,3
Contribución de la inversión total	0,8	0,9	0,7	-0,3	1,3	0,5	0,2	0,4	-0,6
Contribución del gasto público	0,0	0,2	0,3	0,3	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,4	2,9	2,2	-3,8	7,9	3,5	1,7	2,8	-0,4
Gasto público (% a/a)	0,0	1,2	2,0	2,0	1,0	-0,7	0,7	-0,7	0,7
Inversión total (% a/a)	3,8	4,4	3,1	-1,5	6,1	2,1	1,1	2,0	-2,8
Exportaciones (% a/a)	4,1	2,8	-0,1	-13,6	4,5	5,9	6,0	5,4	5,2
Importaciones (% a/a)	4,4	4,1	1,1	-8,9	14,0	10,9	1,6	10,2	0,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,2	3,8	3,6	6,8	4,2	3,5	3,7	3,7	4,4
Inflación (% a/a, media)	2,1	2,4	1,8	1,2	4,7	7,6	2,9	8,1	5,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,1	1,9	2,3	1,4	7,0	6,6	1,9	7,7	4,0
Balance fiscal (% PIB)	-4,2	-6,1	-6,3	-15,3	-11,7	-4,6	-5,3	-4,8	-6,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,9	-2,1	-2,2	-2,9	-3,6	-4,6	-4,2	-4,5	-4,1
Tipo de interés oficial (final período)	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	3,00	2,25	3,50	4,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1,69	2,81	1,91	0,24	0,21	2,94	2,40	3,68	4,18
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,40	2,69	1,92	0,93	1,52	3,20	2,88	3,53	3,98
Tipo de cambio vs USD (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,05	1,07	1,02	1,01
Crédito privado (% a/a, media)	7,2	4,7	5,1	6,0	14,3	5,5	-0,2	4,8	-0,9
Crédito familias (% a/a, media)	3,4	3,5	3,0	3,4	6,5	8,6	7,4	8,5	7,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	6,1	9,1	6,6	8,7	3,0	9,2	4,8	9,2	4,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,0	2,2	2,1	6,3	4,7	3,3	1,9	3,2	1,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,3	7,6	7,6	16,4	12,2	4,3	4,7	4,7	4,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)  
 Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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



proyecto del oleoducto Keystone, mientras que a nivel global la demonización de las energías fósiles es uno de los factores que está haciendo que la industria petrolera no invierta, al menos en los países del Occidente. A todo ello hay que sumar las sanciones autoimpuestas que han cortado las importaciones rusas. Rusia, por su parte, ha encontrado otros países de destino para su petróleo que, además, le pagan en rublos y en su nuevo sistema SPFS de pagos internacionales, alternativo al sistema SWIFT. Con respecto al gas, Estados Unidos es exportador neto, pero no hay duda de que la tensión en ese mercado, y especialmente con el nuevo aumento de la demanda europea, va a traducirse en un aumento de precios a nivel mundial y, por ende, del interno.

La inflación IPC se situó en 9,1% en junio, con la alimentación en el hogar subiendo el 12,2% y la energía por encima del 60%. La inflación subyacente se situó en el 5,9%, dando indicaciones de que ya se está contagiando a todos los productos. En este contexto, en su reunión de junio la Reserva Federal subió los tipos de interés en 75 puntos básicos (pbs) hasta 1,75% (banda alta), y avisó de más subidas con el objetivo de contener la inflación. No obstante, la Reserva Federal se encuentra en una situación de difícil equilibrio. Por un lado, va tarde ya porque la inflación está en claro ascenso, incluso la subyacente que está al 6% y, por otro, esta inflación tiene una componente importante que se debe a restricciones de oferta y al choque energético, así que el endurecimiento de las condiciones financieras no actúa con toda la eficacia deseada sobre el problema. Cabe señalar que parte importante de las actuales presiones sobre los precios proviene de la expansión cuantitativa del balance de la Reserva Federal y de los estímulos fiscales del gobierno. Así que en un momento en el que la subida del coste de vida pasará factura sobre la actividad, el endurecimiento monetario arriesga profundizar la desaceleración, a tal punto que el año 2023 empieza a ver un horizonte más complejo. El mercado comienza a intentar vislumbrar cuál será el pico de los tipos de interés y cuándo la Reserva Federal comenzará nuevamente a bajarlos. Así, la Reserva Federal se encuentra entre la espada y la pared; entre contener la inflación y evitar la recesión.

A nivel de riesgos para la economía estadounidense, se teme la posible reacción del consumidor gastando menos por el aumento del coste de vida, lo que impactaría los niveles de actividad, o su contraria (de menor probabilidad por la caída de la riqueza y la mayor incertidumbre), que siga elevando su gasto con recurso al ahorro para seguir consumiendo, lo que limitará el ajuste de demanda necesario para moderar la inflación. A nivel geopolítico, todo indica que la guerra económica con Rusia se va a prolongar, afectando el precio de los productos energéticos.

## 1.2.2 Eurozona

### Costes energéticos, inflación y baja de la actividad económica.

La Eurozona creció un 0,6% t/t en el primer trimestre del año (5,4% a/a, afectada por efectos de base del 2021), apreciándose ya la desaceleración de los niveles de actividad económica. El consumo decrece, un -0,7% t/t el privado y -0,3% el público; las importaciones también decrecen (-0,6% t/t), mientras que las exportaciones se desaceleran al 0,4% t/t.

La incertidumbre alcanza niveles máximos, en el sentido de que es difícil determinar si en el futuro inmediato prevalecerán las fuerzas de estímulo y recuperación, o bien las fuerzas de la adversidad. Las primeras engloban los ahorros de

- Dado que la inflación apenas se debe al efecto monetario, será difícil controlarla si no es por vía de destrucción de demanda.
- El principal problema del momento es la crisis energética, la cual no tiene visos de solucionarse rápidamente.
- El Banco Central Europeo intenta controlar simultáneamente la inflación subiendo los tipos de interés y moderar el endurecimiento financiero de los países del sur.
- La previsión de crecimiento se ha ajustado al 2,7% en 2022 y al 1,8% en 2023.

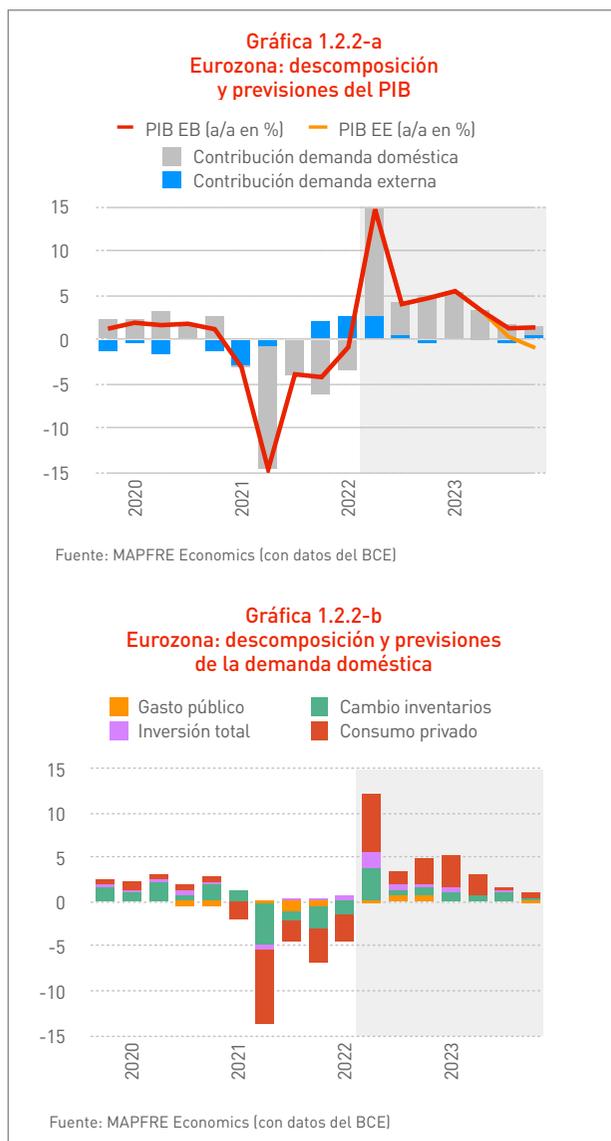
Tabla 1.2.2

## Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,8	1,8	1,6	-6,5	5,3	2,7	1,8	2,0	-2,0
Contribución de la demanda doméstica	2,3	1,7	2,4	-6,1	4,0	2,6	1,5	2,0	-2,5
Contribución de la demanda externa	0,5	0,1	-0,8	-0,4	1,3	0,1	0,3	0,0	0,6
Contribución del consumo privado	1,0	0,8	0,7	-4,2	1,9	1,7	1,2	1,2	-0,5
Contribución de la inversión total	0,9	0,6	1,5	-1,6	0,9	0,7	0,6	0,5	-1,2
Contribución del gasto público	0,2	0,2	0,4	0,2	0,9	0,3	0,2	0,3	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,9	1,5	1,4	-7,9	3,6	3,1	2,2	2,3	-1,0
Gasto público (% a/a)	1,1	1,1	1,9	0,9	3,9	1,3	1,0	1,3	1,0
Inversión total (% a/a)	4,2	3,1	6,8	-7,2	4,1	3,1	2,6	2,1	-6,1
Exportaciones (% a/a)	6,0	3,6	2,7	-9,5	10,8	4,7	2,8	4,0	0,8
Importaciones (% a/a)	5,4	3,7	4,8	-9,4	8,7	5,0	2,5	4,4	-0,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	8,7	8,0	7,5	8,3	7,1	7,2	7,4	7,4	9,1
Inflación (% a/a, media)	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6	6,7	2,6	6,9	3,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	1,9	1,0	-0,3	4,6	5,8	1,7	6,4	2,4
Balance fiscal (% PIB)	-0,9	-0,4	-0,7	-7,1	-5,1	-3,5	-3,2	-3,9	-5,5
Balance fiscal primario (% PIB)	1,0	1,4	1,0	-5,6	-3,2	-1,7	-1,5	-2,1	-3,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,2	3,0	2,4	1,9	2,3	0,9	1,2	0,0	-2,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,50	1,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	0,84	0,88	1,32	1,35
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,13	1,17	0,32	-0,19	0,32	1,91	2,02	2,57	3,40
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,05	1,07	1,02	1,01
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,3	2,4	3,4	3,0	3,9	4,2	4,7	4,0	2,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,2	2,2	2,4	2,7	3,7	4,7	3,3	4,3	0,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,5	-0,5	1,1	-2,6	0,2	1,2	2,1	1,1	2,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	12,3	12,4	13,0	19,5	17,4	13,6	13,0	13,6	11,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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



las familias acumulados durante los periodos de confinamiento y los deseos de gastarlos, principalmente en turismo, en la llamada “rotación” desde los bienes hacia los servicios, así como los programas de estímulo del “Mecanismo de Recuperación y Resiliencia” (MRR) y el plan REPowerEU anunciado en mayo para impulsar la inversión y transición en el *mix* energético.

Cabe señalar que REPower EU es un plan para ahorrar energía, producir energía limpia y diversificar las fuentes de energía en la Unión Europea. El plan pretende aumentar el *mix* de renovables para 2030, desde el actual 40% al 45%. Asimismo, pretende que la industria se transforme para usar menos energía de fuentes fósiles y el ahorro de los hogares. El plan, que en realidad es una suerte de medida de emergencia para reducir la dependencia energética de Rusia, tiene un coste para los europeos que se ven obligados a invertir 210.000 millones en los próximos 5 años, de los cuales más de la mitad será para energías renovables (86.000 millones de euros) e infraestructuras clave para hidrógeno (27.000 millones de euros) de cara a 2030. De fondos nuevos solo habrá 20.000 millones generados en subasta de derechos de emisión. Lo demás lo tendrá que incurrir cada país en forma de préstamo a usar de los 225.000 millones restantes del (MRR)<sup>3</sup>.

En cuanto a las fuerzas adversas, cabe destacar la pérdida de poder adquisitivo de las familias, aunque debido al ahorro acumulado y al adelanto del consumo en anticipación de la inflación, su impacto no será inmediato. También son claves la acelerada inflación al productor derivada de los altos costes de la energía, que seguramente provocará una bajada de la producción industrial y una subida de precios en los productos finales, o el endurecimiento de las condiciones financieras, vía aumento de los rendimientos de los bonos soberanos, que paralelamente repercute en los costes de financiación del sector privado. Tampoco se debe olvidar que las tensiones en las cadenas de suministro no se han normalizado (por China, y por la problemática del transporte marítimo y por carretera), de modo que las materias primas se moderan algo en

previsión de menor crecimiento, pero no vuelven a los niveles previos. Además, persisten y aumentan los problemas que van a afectar al sector agrícola, destacando la disponibilidad de cereales de Ucrania y Rusia, o disponibilidad y precio de los fertilizantes a raíz del precio del gas. Por todo ello, la incertidumbre respecto a las previsiones para los próximos trimestres es máxima, especialmente en el contexto de plena “guerra de sanciones”, con alto riesgo de racionamiento energético de cara al próximo otoño-invierno.

En adición a lo anterior, la confianza del consumidor continuó cayendo en junio (-23,6) y no parece que vaya a aumentar hasta solucionarse el tema de las sanciones; la inflación difícilmente desaparecerá sin la paz con Rusia. Por otro lado, los índices de gestores de compras de junio (PMIs) solo bajan marginalmente, pues todavía hay demanda acumulada y cierto efecto de reactivación pos-pandémica; el compuesto se sitúa en 52,0 puntos, el manufacturero en 52,1 y el de servicios en 53,0. Por su parte, las ventas al por menor empiezan a moderarse mes a mes, aunque a nivel interanual todavía crecen. La producción industrial empieza a acelerar la caída, lo cual puede atribuirse a los elevados costes energéticos. En cuanto a las matriculaciones de automóviles, estas continúan cayendo (-12% a/a en mayo), siguiendo con la tendencia decreciente desde 2017, por lo que no se debe únicamente a las cadenas de suministro ni a la energía. En este contexto, nuestra previsión de crecimiento para 2022 se ajusta al 2,7%, con una sustancial bajada desde el 5,0% que preveíamos hace seis meses. Para 2023, la previsión se ha ajustado también a la baja hasta el 1,8% por el efecto del endurecimiento de las condiciones financieras (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

En cuanto a la inflación, esta ha alcanzado el 8,1% en mayo (+0,8% m/m), con la subyacente en 3,8% y a la espera de que siga subiendo algunos meses más. Debe mencionarse que las subidas empiezan a trasladarse a otros sectores, ya que los negocios no pueden soportar las alzas sostenidas en la energía sin repercutirlas a sus productos. La alimentación sube un 8,9%, la electricidad un 32%, el gas un 53% y los

combustibles líquidos un 77%. En su reunión del pasado 9 de junio, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que los tipos de interés se mantendrán constantes (0% en operaciones principales de financiación y -0,5% en facilidad de depósito). Sin embargo, señaló la intención de aumentar los tipos de interés oficiales de todas las operaciones del BCE en 25 pbs el próximo mes de julio. En este sentido, se esperan dos subidas de 25 pbs en 2022 y otras dos en 2023.

En general, en un momento en que los mercados también están endureciendo las condiciones financieras, se teme que este control de la inflación tendrá un coste en el crecimiento y en el empleo, por lo que es posible que los bancos centrales tengan que frenar las subidas. Dada la subida de rendimientos de los bonos soberanos, especialmente los de los países del sur de Europa, el pasado 15 de junio el Consejo de Gobierno del BCE convocó una reunión de urgencia para anunciar que estudiará una “herramienta” con el fin de evitar el riesgo de fragmentación (tipos de interés de deuda pública muy dispares en la Eurozona). Existe gran expectativa sobre cómo se va a articular dicha solución, pues a pesar de que el BCE quería reducir las compras de bonos, tendrá que aumentar la flexibilidad para que la transmisión de la política monetaria sea más homogénea en todos los países.

Los riesgos para la Eurozona en estos momentos son muy importantes, pues conjugados podrían llevar a un escenario de estanflación, o incluso de recesión, dependiendo de la evolución de los acontecimientos. La permanencia de las sanciones tendrá un alto coste económico, y de seguir la tensión con Rusia se podrá llegar a una situación de racionamiento o incluso desabastecimiento de gas en el norte de Europa, como reconoció el regulador energético alemán. El riesgo también persigue a la inflación, que puede volverse más permanente en caso de que los costes energéticos se mantengan y los salarios comiencen a acompañar a las subidas. Los precios al productor están disparados, lo cual acabará por reflejarse en los precios al por menor. Por el lado positivo para el crecimiento, se encuentran todos los planes de ayuda activados que

contrarrestan las fuerzas adversas, aunque estas seguirán alimentando el déficit y la deuda de los países. De esta forma, se está ante un momento difícil de calibración de las políticas macroeconómicas.

### 1.2.3 España

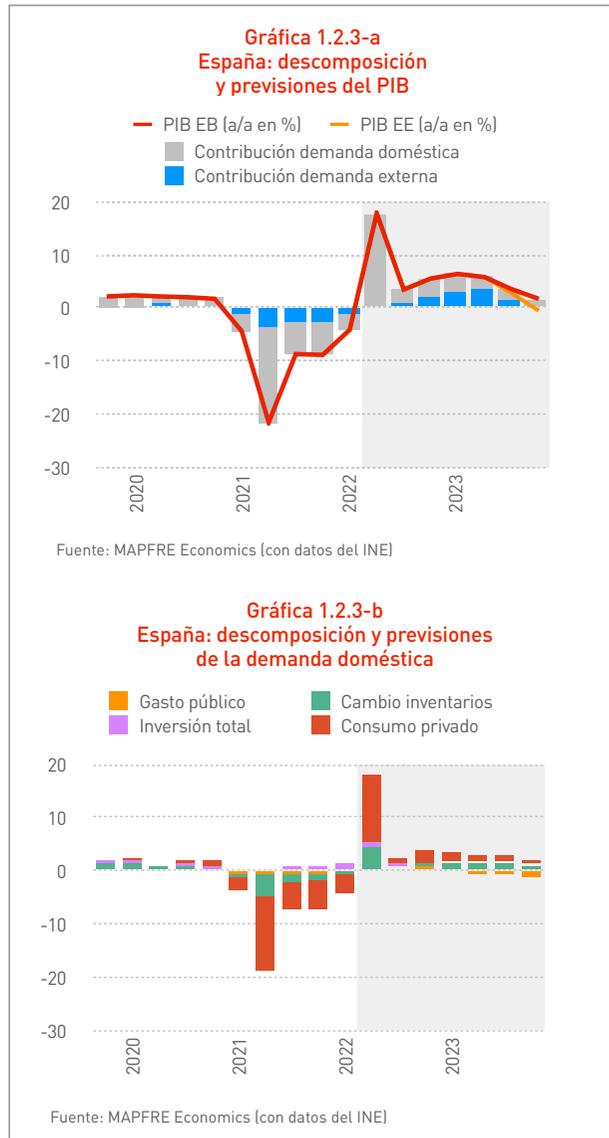
#### El balance de fuerzas de estímulo versus adversidades apunta a un ligero deterioro de las previsiones.

El PIB de España subió solo un 0,2% t/t en el primer trimestre de 2022 (+6,3% a/a). El consumo privado creció un 4,9% a/a y, a pesar de que las importaciones (que disminuyen el PIB) suben un 11,7% por los mayores costes de la energía, las exportaciones se comportan bien, con una subida del 18,1%. La inversión también tiene un comportamiento positivo, posiblemente a raíz de la entrada o de la previsión de entrada de fondos de la Unión Europea.

En cuanto a los indicadores que ofrecen visibilidad sobre las perspectivas, los índices de gestores de compras (PMIs) de junio empeoran, aunque todavía están en territorio de expansión: el compuesto se sitúa en 53,6 puntos, el manufacturero en 52,6 y el de servicios en 54,0. El indicador de confianza del consumidor ha vuelto a desplomarse (-28,6), retrocediendo a

- La inflación (10,2%) es claramente el dato más preocupante, el cual, ante un reducido aumento de salarios (2,5%) conlleva un deterioro del poder adquisitivo y un deterioro del consumo.
- El consumo se mantiene por el momento gracias a la bolsa de ahorros acumulados.
- Las exportaciones y la inversión muestran un buen comportamiento, compensando unas importaciones afectadas por los costes de los combustibles.
- Se ha ajustado la previsión de crecimiento de la economía española al 4,1% en 2022.

**Tabla 1.2.3**  
**España: principales agregados macroeconómicos**



	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>(e)</sup>	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>	2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a)	3,0	2,3	2,1	-10,8	5,1	4,1	2,4	3,6	-2,5
Contribución de la demanda doméstica	3,2	2,9	1,6	-8,8	4,7	2,1	1,3	1,5	-4,1
Contribución de la demanda externa	-0,2	-0,7	0,5	-2,1	0,4	2,0	1,1	2,1	1,7
Contribución del consumo privado	1,8	1,0	0,6	-6,8	2,6	1,1	1,0	0,6	-1,2
Contribución de la inversión total	1,3	1,2	0,9	-1,9	0,9	1,5	0,5	1,3	-1,7
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,4	0,7	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	3,0	1,7	1,0	-12,0	4,6	1,9	2,0	1,0	-2,1
Gasto público (% a/a)	1,0	2,3	2,0	3,3	3,1	0,9	0,9	0,9	0,9
Inversión total (% a/a)	6,8	6,3	4,5	-9,5	4,3	6,2	2,4	6,3	-8,7
Exportaciones (% a/a)	5,5	1,7	2,5	-20,2	14,7	11,1	1,8	11,5	0,4
Importaciones (% a/a)	6,8	3,9	1,2	-15,2	13,9	6,4	-0,8	5,8	-4,7
Tasa de paro (% último trimestre)	16,6	14,5	13,8	16,1	13,3	13,4	13,8	14,1	17,2
Inflación (% a/a, media)	2,0	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,2	3,6	8,8	7,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,1	1,2	0,8	-0,5	6,5	7,2	2,9	8,8	6,1
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-2,6	-3,1	-10,3	-6,9	-4,7	-5,3	-5,2	-8,2
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,6	-0,2	-0,8	-8,0	-4,7	-2,5	-3,1	-2,9	-5,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	1,9	2,1	0,8	0,9	0,8	2,9	-0,5	-1,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,50	1,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	0,84	0,88	1,32	1,35
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,57	1,42	0,47	0,06	0,60	2,50	2,57	2,70	2,66
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,05	1,07	1,02	1,01
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-1,4	-0,3	-0,2	-1,0	0,0	2,3	3,3	2,0	1,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,1	-2,0	-0,8	1,8	3,1	3,4	1,6	2,6	-9,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-5,9	3,8	-6,5	1,6	-0,6	-7,7	3,5	-7,8	3,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,8	5,6	8,3	15,2	11,5	8,2	7,1	8,3	6,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

los niveles de 2020, claramente motivado por la pérdida de poder adquisitivo ante las presiones inflacionistas. Mientras, el indicador de sentimiento económico de la Unión Europea (102,4) cae respecto a 2021 hacia los niveles de 2019. Por su parte, la encuesta al sector minorista espera que la actividad se mantenga y solo la componente de precios muestra pesimismo. Dado este contexto, nuestra estimación para el crecimiento económico se ha ajustado al 4,1% para 2022 y al 2,4% para 2023 (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

La inflación alcanzó el 10,2% (IPC) en junio, 10,0% la armonizada y 5,5% la subyacente. El proceso inflacionario se empezó a notar en marzo de 2021 y hace un año aproximadamente en la subyacente. La crisis energética, iniciada por la no apertura del gasoducto *Nord Stream 2*, habría agravado la inflación con una importante subida en el precio del gas, previamente a las elecciones alemanas en septiembre 2021. Con los precios de la energía sostenidamente altos, ha sido solo cuestión de tiempo para que otros productos y servicios empezaran a repercutir esos costes. Así, mientras la subida de la energía proviene de principios de 2021, en los alimentos y demás servicios empezó casi seis meses más tarde. Con el objetivo de contener la inflación evitando efectos de segunda ronda, los salarios han subido en torno al 2,5%, por lo que la pérdida de poder adquisitivo de las familias va a ser notoria y a afectar el consumo. Con ello y con un endurecimiento de las condiciones financieras, se reúnen las condiciones para una desaceleración del consumo privado y la inversión.

Los riesgos para la economía española de cara a los próximos trimestres residen en la persistencia y magnitud de la inflación, que supera el 10%. Ello se debe principalmente a las materias primas, energía y alimentos, aunque también a su traslado a los servicios. Al no tratarse de un episodio puntual, será difícil evitar los efectos de segunda ronda (aumento de salarios) y que, por tanto, la inflación se ancle en niveles más altos. La inflación más elevada, especialmente por los costes energéticos, sumada a unas condiciones financieras más restrictivas van a impactar negativamente en el crecimiento. Por el lado positivo, se tienen los efectos

de que algunos sectores como el turismo siguen recuperándose y también los estímulos de los fondos Europeos (NGEU).

#### 1.2.4 Alemania

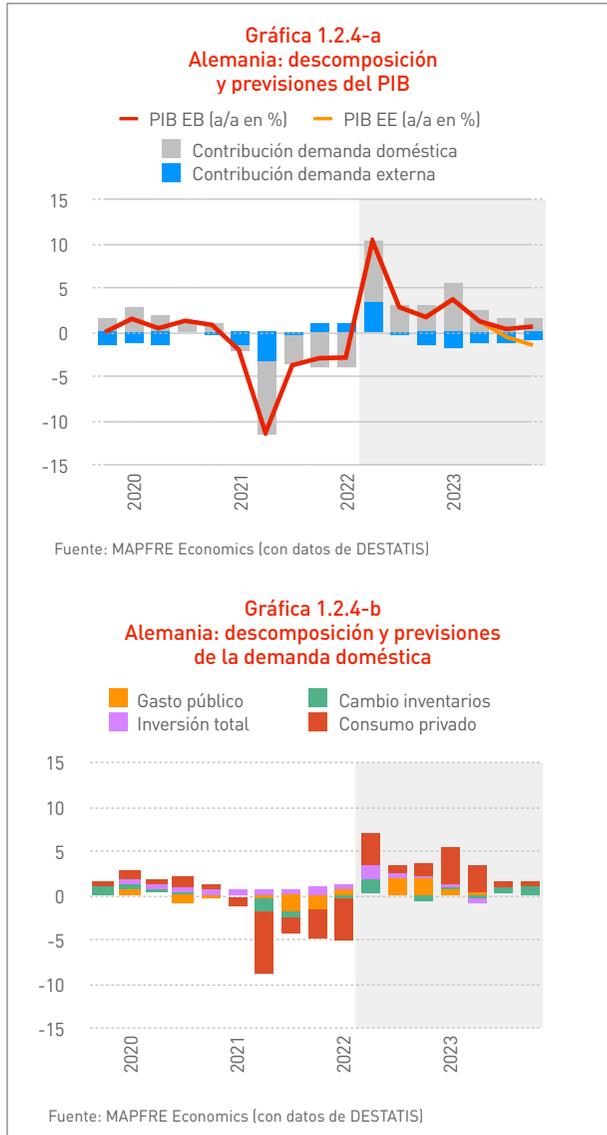
##### **Sin recesión por el momento, aunque aumenta el riesgo de desabastecimiento energético.**

El PIB alemán creció un 3,8% a/a en el primer trimestre (+0,2% t/t). El consumo se ha estancado (-0,1% t/t) y crece un 8,8% a/a por efecto de base (-9,3% en 2021). Las exportaciones cayeron -2,1% t/t, acusando el aumento de los costes energéticos y los costes al productor que subieron más del 33% en abril y mayo. El consumo del gobierno también se modera (+0,1% t/t y +1,8% a/a).

Los índices de gestores de compras (PMIs) siguen bajando en junio, con el compuesto en 51,3 puntos, el manufacturero en 52,0 y el de servicios en 52,4. Los pedidos de fábrica están cayendo (-3,0% en mayo) y la producción industrial cae -2,2% en abril. El índice ZEW de expectativas económicas se

- La confianza del consumidor se ha desplomado y los sindicatos están pidiendo subidas de salarios sustanciales.
- Las expectativas de la industria empeoran, con aumentos en sus costes del 33%, una menor actividad y el traslado del efecto de los precios al producto final.
- Se está ante un choque de oferta, por lo que el endurecimiento de las condiciones financieras contribuirá solo marginalmente a la solución del problema.
- A nivel riesgos, el más importante es la reducción de la importación de gas de Rusia, fundamental para la producción eléctrica y la calefacción.
- Se ha ajustado a la baja la previsión de crecimiento de la economía alemana al 1,6% en 2022 .

**Tabla 1.2.4**  
**Alemania: principales agregados macroeconómicos**



	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>(e)</sup>	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>	2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a)	3,0	1,1	1,1	-4,9	2,9	1,6	1,9	0,8	-2,1
Contribución de la demanda doméstica	2,7	1,6	1,8	-4,0	2,2	2,8	1,4	2,1	-2,7
Contribución de la demanda externa	0,3	-0,5	-0,7	-0,9	0,7	-1,2	0,4	-1,3	0,7
Contribución del consumo privado	0,9	0,7	0,9	-3,2	0,2	2,2	1,5	1,7	0,0
Contribución de la inversión total	0,7	0,7	0,4	-0,6	0,2	0,4	0,8	0,2	-1,1
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,6	0,8	0,6	0,0	0,1	0,0	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,7	1,4	1,6	-6,1	0,3	4,0	2,8	3,3	-0,1
Gasto público (% a/a)	1,7	1,0	3,0	3,5	2,9	-0,2	0,6	-0,2	0,6
Inversión total (% a/a)	3,3	3,5	1,9	-3,0	1,0	1,7	3,6	1,1	-5,2
Exportaciones (% a/a)	5,6	2,5	1,1	-10,1	9,5	2,4	3,7	1,8	1,5
Importaciones (% a/a)	5,7	4,0	2,9	-9,2	9,0	5,5	3,1	4,9	0,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,5	5,1	5,0	6,2	5,3	5,3	5,6	5,6	7,4
Inflación (% a/a, media)	1,5	1,7	1,4	0,5	3,1	6,9	2,7	8,0	9,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	1,6	1,5	-0,3	5,3	6,4	2,1	9,5	10,0
Balance fiscal (% PIB)	1,3	1,9	1,5	-4,3	-3,7	-1,9	-2,1	-2,2	-4,7
Balance fiscal primario (% PIB)	2,3	2,8	2,3	-3,7	-3,1	-1,3	-1,5	-1,6	-4,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	7,8	8,1	7,7	7,0	7,6	4,2	4,0	3,3	-0,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,50	1,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	0,84	0,88	1,32	1,35
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,43	0,25	-0,19	-0,58	-0,18	1,19	1,31	1,82	2,44
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,05	1,07	1,02	1,01
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	3,2	2,3	4,7	4,3	5,1	7,4	10,3	7,0	7,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,9	9,4	4,5	3,8	3,1	4,7	3,3	4,7	2,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,6	1,9	11,6	10,2	8,5	6,5	4,6	6,6	4,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	10,6	11,3	10,7	16,2	15,2	10,7	10,7	10,7	8,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

desplomó por debajo de los mínimos de 2020, hasta -40,5 en julio, desde los -28,0 en junio, a consecuencia de la alta inflación y de las perspectivas de corte de energía. La fecha clave a vigilar será el 21 de julio, cuando se debería reabrir el gaseoducto *Nord Stream 1*, ahora parado para labores de mantenimiento.

La confianza del consumidor (GfK) se situó en terreno muy negativo, -27,4 en julio, ante la pérdida de poder adquisitivo de las familias y las expectativas de que los costes sigan subiendo mientras dure este pulso de las sanciones de la Unión Europea a Rusia. En este contexto, se ha ajustado de nuevo a la baja la previsión de crecimiento para 2022 hasta 1,6%, desde el 2,0% del anterior informe. Esto se debe principalmente a una desaceleración que ya se viene produciendo en la producción industrial y, por tanto, de las exportaciones y también a un menor consumo del gobierno a medida que se retiran los estímulos excepcionales por la pandemia (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Por otra parte, la inflación sigue muy alta alcanzando el 7,6% en junio, aunque la armonizada está en 8,2%, y la inflación, sin tener en cuenta la energía, se sitúa en el 4,0%. Por componentes, en mayo, la alimentación sube un 10,7%, los transportes un 16,3%, los combustibles para uso particular un 40,7% (50% combustibles en general), el gas un 39,1%, la electricidad un 21% y los vuelos un 12,6%. En este momento, sindicatos y patronales están discutiendo las subidas de salarios, un factor clave que determinará si la inflación se arraiga y se mantiene elevada. El mayor sindicato de trabajadores alemán, del sector metalúrgico y electrónica, que representa a 3,8 millones de trabajadores, está buscando subidas en el rango del 7-8%.

Los riesgos en estos momentos son abundantes. De hecho, Alemania es el país con mayor riesgo para su actividad debido a su alta dependencia de la energía rusa. La sustitución de las importaciones de gas ruso en su totalidad será difícil de conseguir, lo cual también presionará a los mercados internacionales de gas. De momento, parece que Alemania está

haciendo contratos para importar gas licuado de Estados Unidos. El aumento de los costes energéticos (como se está reflejando en el aumento de los precios al productor del 33%) llevará a una combinación de menor producción y continuo aumento de precios, con el consiguiente impacto en el PIB. La subida de rendimiento de los bonos y las subidas de tipos de interés del BCE son también un riesgo, en la medida en que su efecto será marginal al tratarse de un fenómeno esencialmente de restricción de oferta.

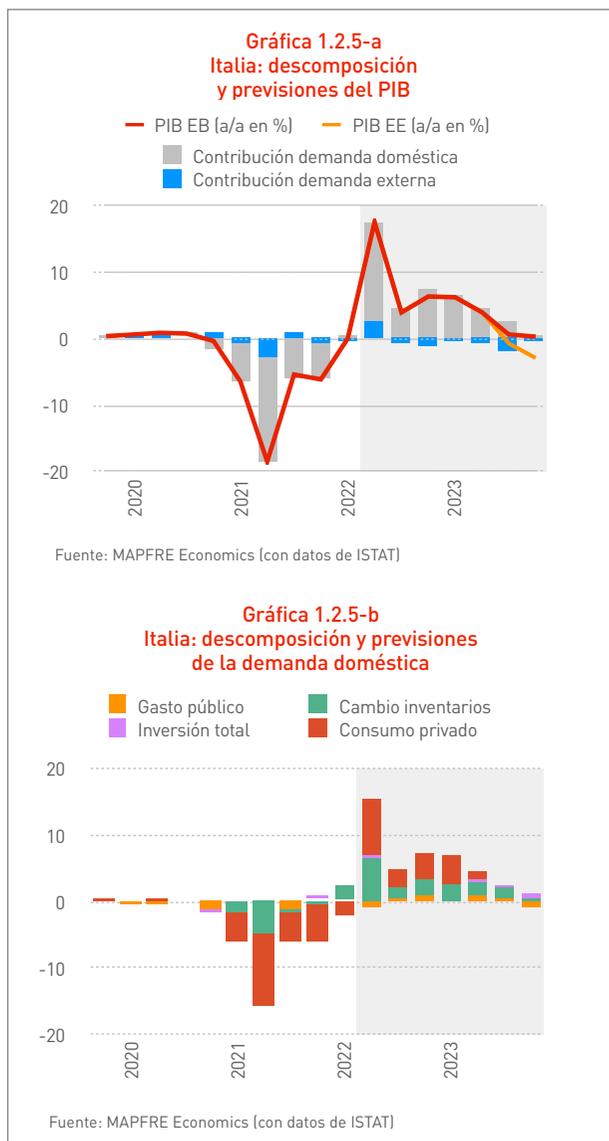
### 1.2.5 Italia

#### El estrés en el rendimiento de los bonos se añade a la preocupación por la inflación.

El PIB de Italia del primer trimestre del año ha crecido un 6,2% a/a, pero solo un 0,1% t/t, al -0,8% a/a (desde -1,4%). El principal impulsor fue el consumo de los hogares (+7,1%), si bien cae con respecto al trimestre anterior (-0,8%). La inversión (+12,9%) y las exportaciones (+13%) también se comportan bien, aunque las importaciones suben más (+15,3%) debido a los costes de la energía. Se nota un deterioro en los términos de intercambio, ya que los precios de las importaciones suben 14 puntos y el de las exportaciones solo 1 punto. La producción industrial de abril (+4,2% a/a; +1,6% m/m) se mantiene sorprendentemente robusta. La confianza del consumidor ha rebotado algo en mayo, pero lleva una tendencia

- La inflación traerá desaceleración económica por diferentes vías.
- La prima de riesgo italiana vuelve a estar entre las principales preocupaciones, a la espera de que el BCE diseñe el mecanismo para evitar la subida de los rendimientos de los bonos de los países del sur.
- Se ha ajustado a la baja la estimación del crecimiento del PIB para 2022 al 2,7% y para 2023 al 1,4%.

**Tabla 1.2.5**  
Italia: principales agregados macroeconómicos



	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>(e)</sup>	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>	2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a)	1,7	0,8	0,5	-9,1	6,6	2,7	1,4	1,6	-3,4
Contribución de la demanda doméstica	1,7	1,1	-0,2	-8,3	6,6	3,5	1,0	2,4	-4,2
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,3	0,7	-0,8	0,0	-0,8	0,5	-0,8	0,8
Contribución del consumo privado	0,9	0,6	0,1	-6,3	3,1	1,5	1,1	0,7	-1,8
Contribución de la inversión total	0,6	0,5	0,2	-1,7	3,4	1,7	0,1	1,3	-1,9
Contribución del gasto público	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,0	0,2	-10,6	5,2	2,5	1,8	1,3	-3,0
Gasto público (% a/a)	-0,1	0,1	-0,5	0,5	0,6	1,4	0,7	1,4	0,7
Inversión total (% a/a)	3,4	2,9	1,2	-9,2	17,0	7,9	0,7	6,1	-10,0
Exportaciones (% a/a)	6,0	1,7	1,8	-14,2	13,4	5,8	1,7	4,7	-1,7
Importaciones (% a/a)	6,5	2,9	-0,5	-12,7	14,3	9,2	-0,1	8,3	-4,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,0	10,5	9,7	9,8	9,1	9,3	9,2	9,4	10,5
Inflación (% a/a, media)	1,2	1,1	0,6	-0,1	1,9	6,7	2,9	8,4	12,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	1,1	0,5	-0,2	3,9	6,5	1,9	11,0	12,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-2,2	-1,5	-9,6	-7,2	-5,4	-4,4	-6,0	-7,7
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,4	1,9	-6,1	-3,7	-1,8	-0,9	-2,4	-3,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,6	2,6	3,3	3,8	2,5	0,7	1,4	-0,5	-3,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	1,50	1,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	0,84	0,88	1,32	1,35
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,00	2,77	1,43	0,52	1,19	3,24	3,26	4,00	5,22
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,05	1,07	1,02	1,01
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,2	1,8	2,2	1,2	3,0	3,9	3,9	3,5	0,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,0	-0,5	-0,7	2,8	0,2	1,3	3,3	-0,7	-8,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-13,2	25,1	-5,8	-10,9	10,6	5,4	0,8	3,9	-1,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	9,7	9,6	9,5	17,0	14,3	10,6	9,5	10,4	7,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

decreciente desde mediados de 2021. Los índices de gestores de compras (PMIs) empeoran en junio: con el compuesto en 51,3 puntos, el manufacturero en 50,9 y el de servicios en 51,6.

De cara a los siguientes trimestres, el efecto de base va a mostrar una desaceleración muy acusada, aunque el PIB todavía está en fase de reactivación y se beneficiará por el turismo en los meses de verano y por la aplicación de los fondos de recuperación, de los cuales Italia ha sido el principal beneficiado. Para 2023, se espera una moderación ligera del crecimiento por efecto de la subida de precios, pero sostenido por la entrada de fondos, primero los de FRR (Fondos de Recuperación y Resiliencia) y después por el recientemente anunciado RepowerEU. En este contexto, subimos se ha ajustado la previsión de crecimiento de 2022 al 2,7% y la del 2023 al 1,4%, reflejo de una contracción del poder de compra de los hogares y el aumento de costes para las industrias (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

La inflación, por su parte, subió al 8,0% en junio, impulsada por la subida de combustibles (+28,2%), los vuelos (+90%) y la energía para el hogar (+69,1%). Por el momento, se estima que la inflación promedio del año se situará en torno al 6,7% pero si no remiten los precios energéticos se podría revisar al alza. La evolución de la inflación dependerá, más que nunca, de la evolución de los eventos geopolíticos, que no parecen hallar solución a corto plazo. Italia mantenía una gran dependencia del gas ruso, en torno al 40%, por lo que ahora buscará adquirir más gas a Argelia.

A nivel de riesgos, el más visible para la economía italiana es la subida de rendimiento de los bonos del gobierno que implicará gradualmente un mayor gasto en intereses, presionando las cuentas públicas. El BCE está estudiando un mecanismo para moderar las inquietudes de los mercados, especialmente por la exposición de los bancos a los bonos del gobierno. Por lo demás, existen impulsos positivos como los fondos europeos FRR y Repower EU, aunque también el efecto inflación detraerá el crecimiento. Hay riesgo también de que las empresas reduzcan la inversión en previsión de una menor demanda.

## 1.2.6 Reino Unido

### El aumento en el coste de vida lleva al gobierno a activar más ayudas para las familias.

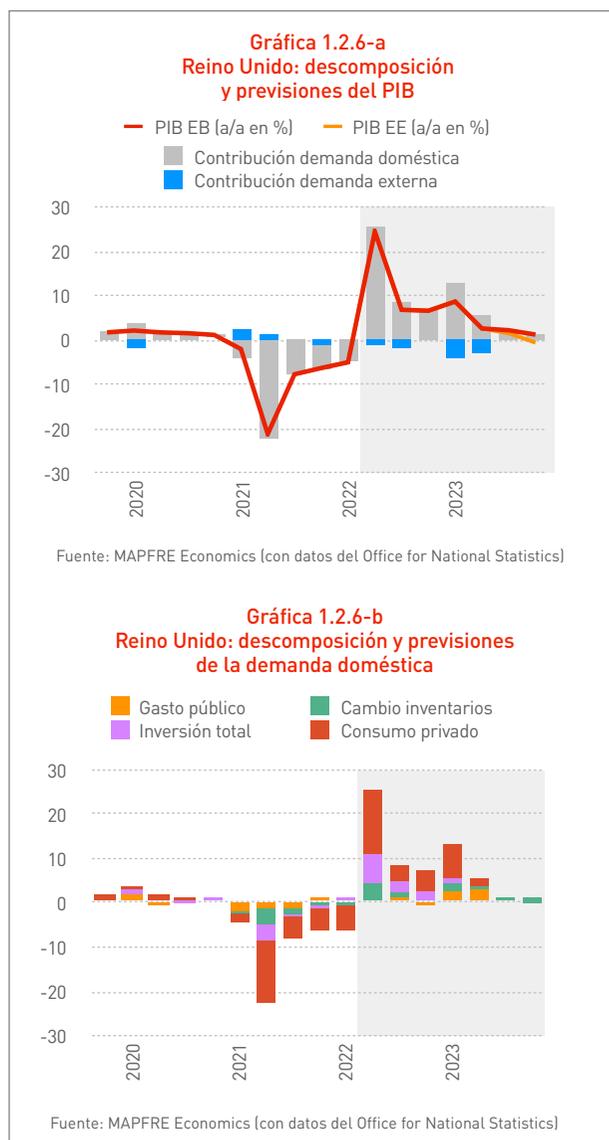
El PIB del primer trimestre en el Reino Unido creció un 0,8% t/t (+8,7% a/a). Cabe recordar que en el primer trimestre del año anterior hubo cierres por la pandemia, de modo que el análisis interanual se ve afectado por efectos de base. A nivel intertrimestral, el consumo privado crece un 0,6% t/t, el consumo del gobierno cae un -1,7% y la inversión sube un 5,4%. Las exportaciones caen un -4,9% y las importaciones (que restan al PIB) suben un 9,3% por el efecto de las subidas de precio de la energía.

Los datos de actividad de abril revelan una tendencia de enfriamiento con la producción industrial cayendo mes/mes desde febrero. La confianza del consumidor (GfK) encadena varios meses empeorando (-40 en mayo). Las ventas al por menor subieron en abril un 1,4% m/m, pero a nivel interanual han caído un -4,9%. Los índices de gestores de compras (PMIs) de junio están en positivo, mostrando una tendencia mixta con el compuesto en 53,7 puntos y el de servicios en 54,3 mejorando y el manufacturero en 52,8 empeorando. En este marco, nuestra estimación de crecimiento para 2022 es de 3,6% (-1 décima respecto a las previsiones de nuestro informe anterior) y de 1,3% la de 2023 (-3 décimas) debido a la

- La inflación se sitúa en 9,1% y se estima que suba por encima del 10% para finales de 2022.
- Los mercados esperan tipos de interés oficiales a final de año en el 3,0% y 3,5%.
- No se vislumbra una normalización de los precios de energía a corto plazo.
- La confianza del consumidor está en caída y los PMIs todavía en territorio positivo.
- Se ha ajustado la previsión de crecimiento del PIB al 3,6% para 2022 y 1,3% en 2023.

Tabla 1.2.6

Reino Unido: principales agregados macroeconómicos



	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,1	1,7	1,7	-9,3	7,4	3,6	1,3	3,0	-1,8
Contribución de la demanda doméstica	1,9	0,9	1,9	-9,9	8,1	5,3	-0,1	4,6	-3,4
Contribución de la demanda externa	0,3	0,8	-0,2	0,6	-0,7	-1,7	1,4	-1,6	1,6
Contribución del consumo privado	1,0	1,3	0,8	-6,4	3,7	2,3	0,3	1,8	-1,9
Contribución de la inversión total	0,6	0,0	0,1	-1,7	1,0	1,1	0,5	1,0	-0,6
Contribución del gasto público	0,1	0,1	0,8	-1,2	3,0	0,3	0,6	0,3	0,6
Consumo privado (% a/a)	1,6	2,1	1,2	-10,5	6,2	3,7	0,4	2,9	-3,1
Gasto público (% a/a)	0,6	0,4	4,2	-5,9	14,3	1,7	2,8	1,7	2,8
Inversión total (% a/a)	3,3	-0,1	0,5	-9,5	5,9	6,2	2,6	5,3	-3,4
Exportaciones (% a/a)	5,7	2,8	3,4	-13,0	-1,3	6,3	7,5	6,0	7,0
Importaciones (% a/a)	2,9	3,1	2,9	-15,8	3,8	11,9	1,4	11,7	-0,2
Tasa de paro (% último trimestre)	4,4	4,0	3,8	5,2	4,0	3,8	3,9	3,4	5,1
Inflación (% a/a, media)	2,7	2,5	1,8	0,9	2,6	8,7	4,5	9,8	9,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,7	2,0	1,3	0,8	4,8	10,1	0,7	13,1	5,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-2,2	-2,3	-12,8	-8,3	-4,8	-2,7	-4,7	-3,4
Balance fiscal primario (% PIB)	0,4	0,4	0,0	-10,8	-5,5	-0,5	0,7	-0,4	0,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,6	-3,9	-2,7	-2,5	-2,6	-5,2	-3,3	-5,9	-6,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,75	0,75	0,00	0,25	2,00	2,00	1,75	1,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,52	0,91	0,79	0,03	0,26	2,36	2,24	3,18	2,99
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,19	1,27	0,83	0,20	0,97	2,60	2,51	3,00	3,40
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,35	1,28	1,32	1,36	1,35	1,21	1,24	1,16	1,17
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,13	1,11	1,18	1,11	1,19	1,15	1,16	1,13	1,15
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4,0	3,1	2,1	2,9	3,0	3,8	5,5	3,8	5,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,4	2,7	1,6	5,6	-1,5	0,5	2,0	0,5	1,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,5	5,5	2,2	9,8	-4,0	5,6	4,3	5,8	5,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,)	4,8	4,8	4,6	14,1	10,5	4,9	4,7	4,7	2,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

subida del coste de vida, que se espera ahora algo más duradera (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

Por su parte, la inflación en mayo alcanzó los 9,1%, con la subyacente al 5,9%. La alimentación sube un 7,6%, los suministros al hogar (donde se incluye electricidad y gas) suben un 19,4%, el transporte un 13,8% (vuelos 21,8%) y los hoteles y restaurantes un 7,6%. Se espera que la inflación se sitúe por encima del 10% en el último trimestre y que se empiece a moderar en 2023, aunque esperar que vuelva a bajar del objetivo del 2% antes de finales de 2023 sería optimista. Todo dependerá en gran medida de los costes de la energía que, dada la buscada transición a las energías verdes, generalmente más caras, y la reducción de la inversión en la producción de energías fósiles, no parece viable regresen a los precios de antes del inicio del conflicto en Ucrania.

El Banco de Inglaterra, en su reunión del 16 de junio, subió los tipos de interés en 25 pbs hasta 1,25%, una decisión basada en la necesidad de encauzar la inflación. En consonancia con la decisión adoptada por el Comité en su reunión de febrero de 2022 de comenzar a reducir el *stock* de compras de deuda pública del Reino Unido, los 3.200 millones de libras de flujos de efectivo asociados a la amortización del *gilt* de julio de 2022 no se reinvertirían.

El 26 de mayo, el ministro de Hacienda anunció un paquete de ayudas por el coste de vida de 15 millardos de libras. Este paquete incluye: un pago único directo de 650 libras para los hogares de menores recursos; un pago de 300 libras para los pensionistas, y un pago de 150 libras para las personas con prestaciones por discapacidad. Se ha duplicado el reembolso universal a través del Plan de Apoyo a las Facturas de Energía, proporcionando 200 libras adicionales a los hogares. Se calcula que estas medidas impulsarán el PIB en torno al 0,3% y aumentarán la inflación en 0,1 pp durante el primer año, con algunos riesgos al alza en torno a estas estimaciones.

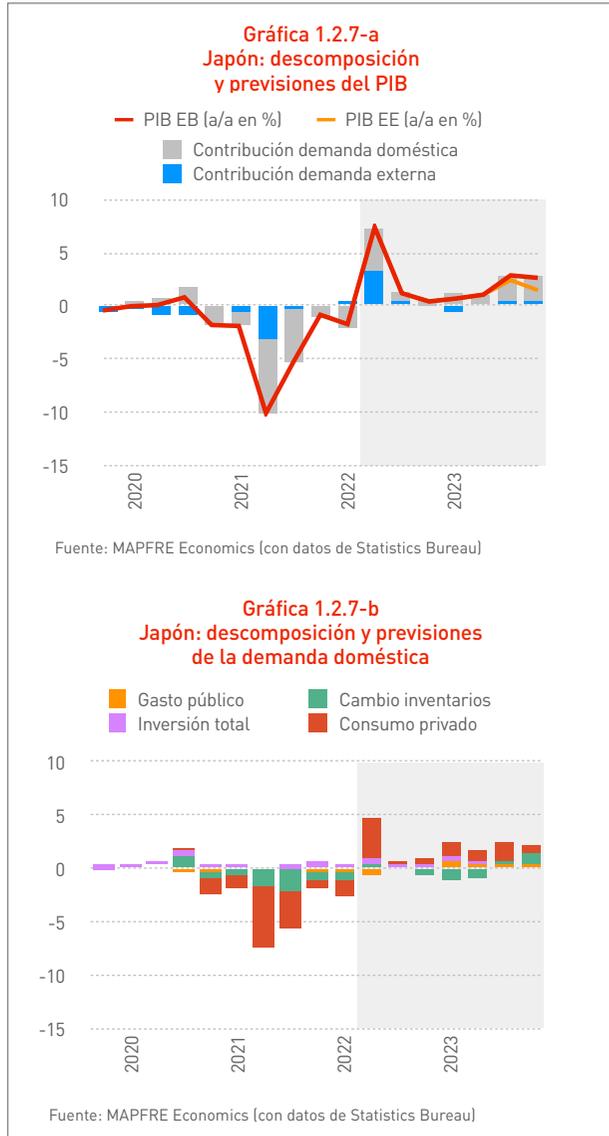
El esfuerzo por parte del Banco de Inglaterra para tratar de encauzar la inflación a niveles más bajos tiene un riesgo elevado para el desempeño de la economía. El propio banco estima que la inflación podrá situarse en torno al 11% en el último trimestre del año y que el desempleo irá subiendo paulatinamente desde el 3,8% actual, pudiendo llegar hasta el 5,5% dentro de 3 años. Debido a que esta inflación no es provocada por exceso de demanda, sino por restricciones de oferta y altos costes de la energía, será muy complicado controlarla solo con política monetaria. Las ayudas fiscales a las familias son un paso necesario para evitar situaciones de pobreza pero que traen el efecto secundario de dar más oxígeno a la inflación.

## 1.2.7 Japón

### El yen en caída y los costes de las importaciones en aumento pesan sobre balanza comercial y el PIB japonés.

La economía japonesa creció un 0,5% a/a (-0,1% t/t) en el primer trimestre del 2022 y el consumo final privado solo ha subido un 0,2%. El consumo público (-1,5% en el primer trimestre de 2022), especialmente la inversión, lleva dos años flaqueando (-14,7% en el primer trimestre). Los costes de la energía han hecho que las importaciones aumenten de manera muy importante (+13,9%) y un tanto menos las exportaciones (+4,6%). Esto se debe esencialmente al deterioro de los términos de intercambio, es decir, al hecho de que el precio

- El precio de las importaciones está subiendo (energía y moneda), afectando a la balanza comercial japonesa.
- Asimismo, el endurecimiento de las condiciones financieras a nivel global puede perjudicar el valor del yen.
- Se han ajustado a la baja las previsiones de crecimiento económico de 2022 hasta el 1,8%, en tanto que las del 2023 se situarían en 1,6%.



**Tabla 1.2.7**  
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>(e)</sup>	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>	2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a)	1,7	0,6	-0,2	-4,6	1,7	1,8	1,6	1,4	0,4
Contribución de la demanda doméstica	1,2	0,5	0,2	-3,8	0,7	1,7	1,4	1,3	0,3
Contribución de la demanda externa	0,5	0,0	-0,5	-0,8	1,1	0,1	0,2	0,1	0,0
Contribución del consumo privado	0,6	0,1	-0,3	-2,8	0,7	1,2	0,5	1,0	0,0
Contribución de la inversión total	0,4	0,1	0,2	-1,2	-0,3	-0,2	1,6	-0,3	0,6
Contribución del gasto público	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	-0,1	0,2	-0,1
Consumo privado (% a/a)	1,1	0,2	-0,5	-5,2	1,3	2,2	0,9	1,8	0,0
Gasto público (% a/a)	0,1	1,0	1,9	2,3	2,1	1,1	-0,3	1,1	-0,3
Inversión total (% a/a)	1,7	0,3	1,0	-4,7	-1,4	-0,7	4,3	-1,2	2,6
Exportaciones (% a/a)	6,6	3,8	-1,4	-11,8	12,0	4,2	4,1	3,7	3,1
Importaciones (% a/a)	3,3	3,8	1,1	-6,9	5,1	3,9	3,1	3,6	2,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,7	2,4	2,3	3,0	2,7	2,6	2,5	2,4	2,9
Inflación (% a/a, media)	0,5	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,1	0,3	2,3	2,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,6	0,9	0,5	-0,9	0,5	2,4	-0,8	3,2	1,8
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-2,5	-3,0	-9,0	-6,7	-7,1	-4,9	-7,2	-5,6
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	4,2	3,5	3,4	2,9	2,9	1,4	2,7	1,1	0,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,25	-0,50	-0,25	0,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,07	0,07	0,07	0,08	0,07	-0,17	-0,38	-0,22	0,34
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,05	0,01	-0,02	0,04	0,09	0,13	-0,12	0,22	0,34
Tipo de cambio vs USD (final período)	112,90	110,83	109,12	103,54	115,00	128,33	115,60	132,38	120,18
Tipo de cambio vs Euro (final período)	135,40	126,90	122,59	127,05	130,25	134,68	123,90	134,51	121,82
Crédito privado (% a/a, media)	4,2	2,5	1,7	5,3	3,0	1,7	0,6	1,4	-1,0
Crédito familias (% a/a, media)	2,2	2,5	2,3	2,4	2,4	1,0	0,6	0,9	-0,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,4	2,3	3,4	8,1	3,6	-0,7	-1,0	-0,7	-1,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,0	6,3	2,9	17,0	7,1	-5,0	-6,0	-5,0	-6,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	1,6	1,8	3,2	12,1	7,0	2,3	2,6	2,6	1,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

de las importaciones haya subido el doble frente al de las exportaciones. Así, la balanza comercial se está deteriorando y en negativo, en un país que siempre ha sido un exportador neto. Esto se debe no solo a la caída de la moneda desde principios de 2021, también al efecto de los referidos términos de intercambio. La balanza por cuenta corriente todavía está en positivo (+2,3% del PIB), pero su trayectoria va a seguir los pasos de la comercial si el contexto se mantiene.

Las ventas al por menor todavía están en positivo con respecto al año anterior, pero se están desacelerando. A su vez, las ventas de automóviles están en caída (-15,8% en junio). La confianza de los consumidores está en negativo, aunque los indicadores adelantados apuntan a una estabilidad, aunque las bolsas vienen descontando un deterioro (-8% en el año en JPY, -22% en USD). Los índices de gestores de compras (PMIs) de junio se situaron en 53,0 puntos el compuesto, 52,7 el manufacturero y 54,0 el de servicios, aún en territorio positivo, indicando que las perspectivas para la actividad no son del todo negativas. Los índices de condiciones de negocio Tankan, por su parte, moderan tanto el de manufacturas como los servicios, y se acusa una mayor preocupación sobre el futuro de las empresas pequeñas. En este contexto, se ha ajustado a la baja la previsión de crecimiento para la economía japonesa, situando la estimación del 2022 en 1,8% y en 1,6% la del 2023 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

La inflación, por su parte, ha llegado al 2,5% en mayo, con la subyacente en 0,2%, en un país que donde los precios tienen tendencia a estar estancados por temas demográficos. Los alimentos repuntan de forma inusual (+4,1%), y la energía (+17,1%) con la electricidad (+18,6%) y el gas (+17%) siguen los pasos del resto del mundo. En este contexto, el Banco de Japón, en su reunión del 17 de junio, mantuvo los tipos de interés en negativo en -0,10%.

Los principales riesgos en estos momentos para la economía japonesa son los relacionados con el endurecimiento de las condiciones monetarias

en todo el mundo, que están pesando sobre el yen. Japón ha estado evitando las recesiones con base en el mecanismo del estímulo monetario, y ahora sentirá el rebote de esas políticas en su moneda. El coste de las importaciones va a pesar en su PIB, y también es previsible que la inversión privada se deteriore. Respecto al impacto de la inflación en el consumo privado, esta es todavía moderada, pero terminará por afectarlo.

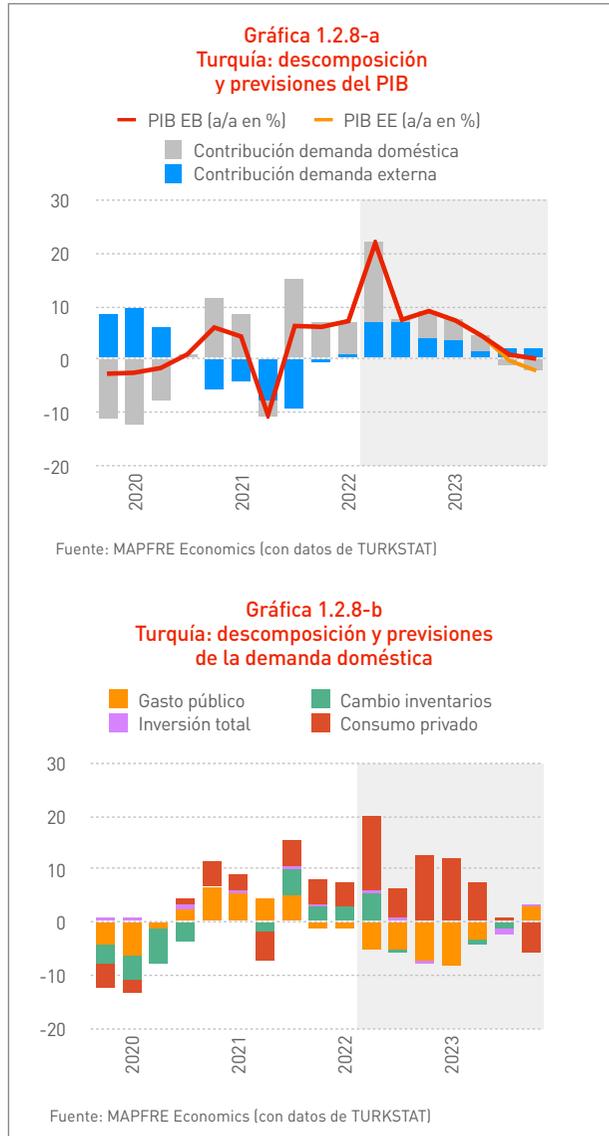
## 1.2.8 Turquía

### Mejor crecimiento del esperado y tipos de interés relativamente bajos, pero se acumulan desequilibrios macroeconómicos.

Turquía creció un 7,3% a/a en el primer trimestre de 2022, significativamente mejor que nuestra estimación (4,6% en el trimestre anterior). Esto se debe a un excelente comportamiento del consumo privado y de las exportaciones. No obstante, la inversión está estancada por el contexto de alta inflación y gran incertidumbre con respecto a la evolución de la economía. El índice de gestores de compras (PMIs) de junio (48,1) indica unas menores intenciones de compra para los próximos meses. La encuesta de servicios (+19% en mayo) y la encuesta al comercio al por menor (+14,7%) muestran más optimismo.

- El crecimiento del primer trimestre de 2022 fue mejor de lo esperado, basado en un buen impulso en consumo y exportaciones.
- No obstante, es previsible una desaceleración para el segundo semestre del año.
- La inflación ha alcanzado niveles récord, con un 78,6% en junio.
- Dadas las circunstancias, la moneda turca solo puede seguir depreciándose y el repago de las obligaciones externas en dólares se volverá cada vez más difícil.

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



	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>(e)</sup>	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>	2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a)	7,5	3,0	0,9	1,8	11,0	3,0	2,7	2,0	-2,2
Contribución de la demanda doméstica	7,2	-0,6	-1,4	7,5	5,9	0,8	1,7	-0,3	-3,4
Contribución de la demanda externa	0,3	3,5	2,3	-5,7	5,1	2,2	1,0	2,3	1,2
Contribución del consumo privado	3,5	0,3	0,9	1,9	9,3	3,1	-1,0	2,4	-3,5
Contribución de la inversión total	2,4	-0,1	-3,1	1,9	1,6	-0,5	0,1	-0,8	-1,6
Contribución del gasto público	0,7	0,9	0,6	0,3	0,3	0,0	0,5	0,0	0,5
Consumo privado (% a/a)	5,9	0,6	1,5	3,2	15,1	4,9	2,0	3,7	-5,8
Gasto público (% a/a)	5,0	6,5	4,1	2,2	2,1	-0,4	3,2	-0,4	3,8
Inversión total (% a/a)	8,3	-0,2	-12,4	7,2	6,4	-2,2	0,5	-3,3	-6,9
Exportaciones (% a/a)	12,4	8,8	4,6	-14,8	24,9	8,3	6,0	7,8	4,3
Importaciones (% a/a)	10,6	-6,2	-5,4	7,6	2,0	-1,2	3,0	-2,1	-0,9
Tasa de paro (% último trimestre)	10,3	12,3	13,3	12,9	11,0	11,5	10,6	11,7	12,2
Inflación (% a/a, media)	11,1	16,3	15,2	12,3	19,6	69,7	29,3	72,9	35,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	11,9	20,3	11,8	14,6	36,1	71,5	23,8	78,4	29,0
Balance fiscal (% PIB)	-1,6	-1,9	-2,9	-3,5	-2,7	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0
Balance fiscal primario (% PIB)	0,2	0,0	-0,6	-0,8	-0,2	0,8	0,4	1,4	1,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-2,8	0,7	-5,0	-1,7	-6,4	-2,0	-9,6	-9,8
Tipo de interés oficial (final período)	12,75	24,00	11,50	17,00	14,00	14,75	14,50	15,50	15,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	14,61	24,07	10,76	17,53	15,63	16,37	15,78	16,79	17,33
Tipo de interés a 10 años (final período)	11,72	16,53	11,95	12,51	22,99	20,59	16,92	21,16	18,44
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,79	5,29	5,95	7,44	13,32	17,61	18,13	20,48	18,84
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,55	6,06	6,68	9,11	15,23	18,49	19,44	19,75	20,10
Crédito privado (% a/a, media)	20,9	20,2	8,4	30,1	23,9	42,5	16,7	43,8	14,3
Crédito familias (% a/a, media)	17,5	9,8	3,3	41,8	20,3	21,9	12,9	21,9	9,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	21,8	18,2	5,5	29,0	23,2	26,1	18,9	24,3	8,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	27,2	25,1	18,3	21,2	30,9	77,4	23,3	72,7	16,1
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	32,3	32,0	30,4	21,0	23,0	11,1	11,2	10,4	7,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

Debido a un arranque del año más positivo de lo esperado, y a que los tipos de interés reales están ampliamente en negativo, incluyendo los créditos a la vivienda y a la compra de vehículos, se prevé que el consumo se mantendrá este año. De esta forma, nuestra estimación de crecimiento para 2022 se ha revisado al 3,0%, desde el 2,0% de nuestro informe previo, y la de 2023 al 2,7%, desde 2,5% (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

La inflación ha alcanzado 78,6% en junio; por rúbricas (mayo): alimentos (+91,2%), vivienda (+63,5%), restaurantes y hoteles (+76,8%), transporte (+106%) y los combustibles (+208%). La lira turca, con el tipo de cambio a 17,3 TRY/USD, ha perdido la mitad de su valor en un año. La inflación subyacente (57,3%) y los precios al productor (138%) muestran que la dinámica de subidas seguirá arrastrándose por un tiempo.

El Banco Central de Turquía (BCRT) ha mantenido los tipos de interés (Repo a 1 semana) en 14,00%, en la reunión de junio. Una postura que no está ayudando a combatir la inflación. Por los antecedentes recientes, no se prevé que el BCRT entre en la ortodoxia monetaria antes del 2023, puesto que no se quiere llegar a un 2023 en recesión por subir tipos de interés como correspondería para reducir la inflación. Por lo tanto, esperamos que la inflación promedio del último trimestre se ubique en el entorno de 69,7% a/a, lejos de la previsión del Banco Central que la sitúa por debajo de 50% a/a. La balanza por cuenta corriente, por su parte, se situó en -3,0% en el primer trimestre del año, por un deterioro muy acusado de los términos de intercambio (los precios de las importaciones subieron mucho más que el precio de las exportaciones). Asimismo, las reservas en moneda internacional han caído un 30% desde inicio de año.

En un contexto internacional de reducción de liquidez, tipos de interés al alza y aversión al riesgo, Turquía tendrá dificultad en atraer inversión externa. La constitución de depósitos en liras, pero a tipo fijo con el dólar estadounidense, seguirán consumiendo las reservas de dólares del banco central. La obligación de los exportadores de ceder parte de sus divisas al

banco central no es suficiente para compensar la caída de las reservas. La combinación de tipos de interés bajos e inflación alta seguirá depreciando la moneda. Por el lado positivo, el crecimiento está sorprendiendo al alza y la neutralidad de Turquía con respecto a las sanciones de la Unión Europea a Rusia le podrá ser favorable.

## 1.2.9 México

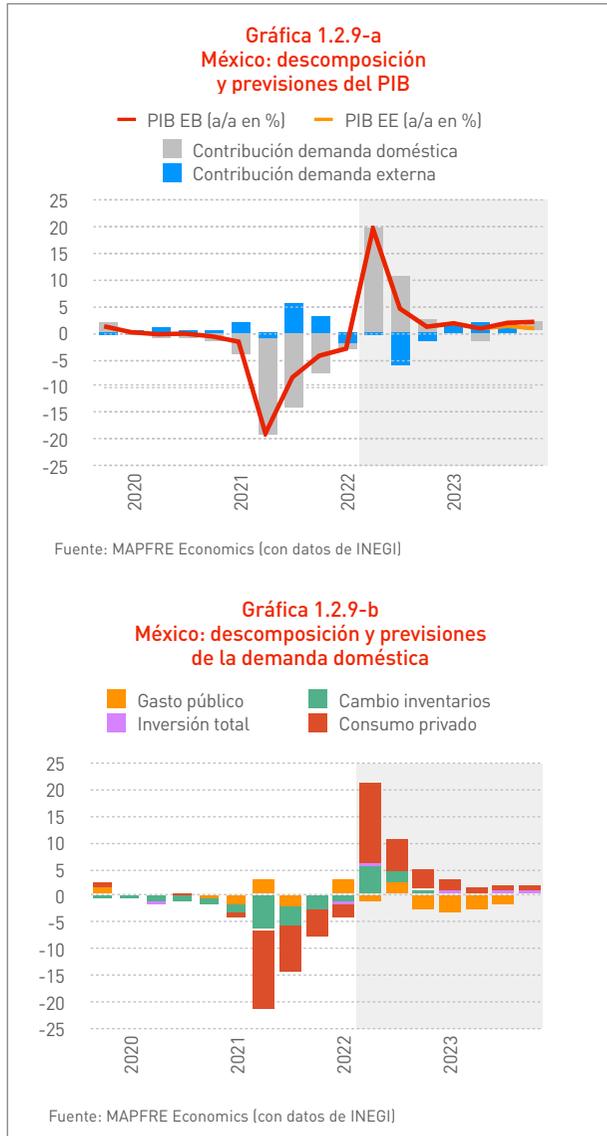
### Balanceando efectos: consumo y exportaciones, impulsores; tipos de interés altos e inflación, detractores.

La economía mexicana creció un 1,8% a/a (+1,0% t/t) en el primer trimestre del año, ligeramente mejor de lo que esperaba el consenso de analistas. Esto se debió a una recuperación de la producción industrial (+2,5%), beneficiada por una ligera mejora en las cadenas de suministro, y de las ventas al por menor, que, hasta abril, se han comportado bien (+4,5%), con excepción del segmento de alimentación que ya empezaba a sufrir por el aumento de precios.

De cara a los siguientes trimestres, los pedidos de fábrica caen a 52 (-2,8% m/m) y la confianza de las empresas (51,9) sigue positiva, pero muestra una tendencia decreciente. El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero de junio rebota a 52,2 desde 50,6 puntos.

- La actividad económica del primer trimestre del año se mostró marginalmente mejor de lo esperado.
- El rubro de exportaciones se han beneficiado del alto precio del petróleo.
- La economía mexicana se podrá beneficiar del acercamiento de las cadenas de suministro a los Estados Unidos.
- La tendencia creciente de la inflación obliga al Banco de México a seguir subiendo los tipos de interés.
- Se prevé un crecimiento del PIB del 1,6% en 2022 y del 1,9% en 2023.

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



	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>(e)</sup>	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>	2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a)	2,3	2,2	-0,2	-8,3	5,0	1,6	1,9	1,2	0,7
Contribución de la demanda doméstica	3,3	2,4	-1,0	-10,5	7,6	0,3	1,5	-0,4	0,4
Contribución de la demanda externa	-0,9	-0,2	0,8	2,3	-2,6	1,3	0,4	1,6	0,4
Contribución del consumo privado	2,3	1,7	0,2	-7,0	5,2	1,3	0,9	0,7	0,3
Contribución de la inversión total	-0,2	0,2	-0,9	-3,1	1,8	0,6	0,4	0,4	0,0
Contribución del gasto público	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Consumo privado (% a/a)	3,4	2,6	0,4	-10,7	7,6	1,9	1,4	1,1	0,5
Gasto público (% a/a)	0,7	2,9	-1,8	0,1	0,9	2,5	2,3	2,6	2,3
Inversión total (% a/a)	-1,1	0,8	-4,7	-17,9	10,1	3,1	2,1	2,4	0,0
Exportaciones (% a/a)	4,1	5,9	1,5	-7,2	6,8	8,5	3,7	8,3	2,2
Importaciones (% a/a)	6,8	6,4	-0,7	-14,1	14,2	5,2	2,9	4,1	1,3

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

Tipo de interés oficial (final período)	7,25	8,25	7,25	4,25	5,50	9,00	9,00	10,00	10,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,66	8,63	7,45	4,47	5,86	9,25	9,25	10,22	10,78
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,66	8,70	6,84	5,23	7,57	8,82	8,19	9,20	9,18
Tipo de cambio vs USD (final período)	19,67	19,65	18,93	19,88	20,50	20,74	21,14	22,48	21,77
Tipo de cambio vs Euro (final período)	23,59	22,50	21,26	24,40	23,22	21,76	22,66	22,84	22,06

Crédito privado (% a/a, media)	12,1	10,4	8,9	5,2	-1,0	9,9	6,3	9,3	5,4
Crédito familias (% a/a, media)	9,9	8,4	6,2	1,6	4,4	6,7	5,2	6,5	3,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.								
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,7	-0,8	6,2	3,7	18,3	13,4	11,7	13,0	12,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	10,7	12,3	16,4	22,2	22,7	20,3	17,6	20,8	17,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

Las ventas al por menor están aguantando, aunque la inflación persistente podrá implicar una desaceleración. Las ventas de automóviles, por su parte, están cayendo (-5% en el trimestre) desde hace 6 años y están un 20% por debajo de los niveles de 2019. En este contexto, mantenemos nuestra estimación de crecimiento del PIB en 1,6% a/a para 2022 y la de 2023 en 1,9% (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

La inflación muestra una tendencia creciente desde 2020, coincidiendo con el choque de oferta generado por los cierres de la pandemia. En junio, se ha situado en 8,0%, y con la subyacente en 7,5%. La alimentación sube un 12%, otros bienes 7,8%, los servicios 4,7% y energía (+6,3%). La subida de la inflación se empieza a trasladar a la subida de salarios que, en mayo, subieron un 8,2% a/a. El Banco de México, en su reunión de junio, ha subido los tipos oficiales en 75 pbs, hasta el 7,75%, e indicó que en las próximas reuniones tiene la intención de actuar con contundencia en caso de que se requiera.

A semejanza de otros países, el riesgo para el crecimiento de la economía mexicana viene derivado de las elevadas tasas de inflación, que llevan un tiempo consolidándose y trasladándose desde la energía a muchos otros productos. La subida de tipos de interés, necesaria para controlar la subida de precios y la estabilidad de la moneda, deberá agravar la desaceleración de la economía que ya antes se mostraba por efecto de la debilidad del consumo y, sobre todo, de la inversión. Por el lado positivo, México es productor de petróleo, lo que deberá beneficiar parte de su balanza comercial. A su vez, la economía mexicana se podrá beneficiar de la tendencia "*friend-shoring*" que es acercar la fabricación de insumos clave a países confiables con el fin de reducir riesgos para las cadenas de suministro. En este sentido, Estados Unidos podría incentivar de nuevo la inversión en manufacturas en México en detrimento de Asia.

## 1.2.10 Brasil

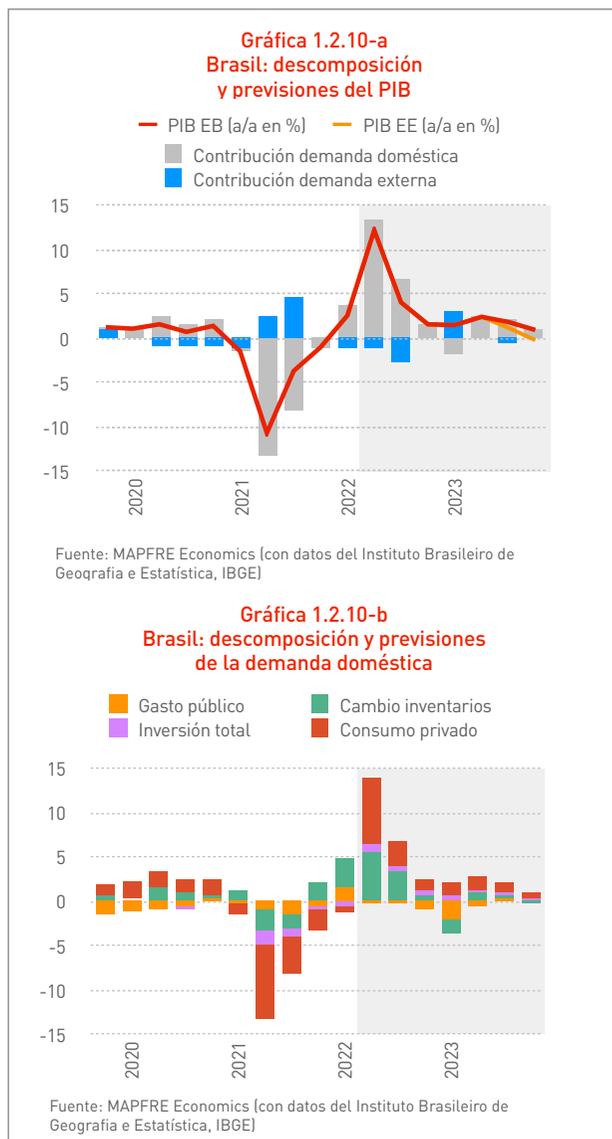
**La economía se desacelera de cara al segundo semestre del año, por mayor inflación y tipos de interés oficiales más altos.**

La economía brasileña creció en el primer trimestre de 2022 un 1,7% a/a (+1,0% t/t), algo menos de lo esperado (2,1% a/a; 1,2% t/t). Hace un año se preveía un crecimiento de 2,2% en 2022, y ahora esperamos uno sustancialmente menor. Aun así, creemos que dadas las circunstancias se está comportando bien el consumo que creció un 2,2% en el primer trimestre y las exportaciones que lo hicieron un 8,2% beneficiadas por los mayores precios de las materias primas.

- La inflación subió al 11,7% en mayo, con tensión en los alimentos y combustibles.
- El banco central empezó pronto el ciclo de subidas y los tipos de interés se sitúan en 13,25%.
- Las ventas al por menor todavía resisten, pero la industria se desacelera.
- Se ha ajustado al alza la estimación de crecimiento del PIB de Brasil al 1,1% en 2022 y al 1,0% en 2023 .

Algunas medidas de la actividad todavía sorprenden positivamente, como las ventas al por menor que desaceleran, pero siguen fuertes (+4,5% a/a en abril, +0,9% m/m). Este efecto se puede deber a la demanda que no se pudo satisfacer durante la pandemia y que acumuló ahorros. En contrapartida, la industria ya presenta una producción en caída (-0,5% en abril). El indicador de confianza en la industria está en negativo y empeora en junio (-6,8). Las encuestas a los gestores de compras (PMIs) de junio están en positivo: el compuesto en 59,4 puntos, el manufacturero en 54,1 y el de servicios mejora dos puntos hasta 60,8.

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



	2017	2018	2019	2020	2021 <sup>(e)</sup>	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>	2022 <sup>(p)</sup>	2023 <sup>(p)</sup>
PIB (% a/a)	1,6	1,7	1,2	-4,2	4,9	1,1	1,0	0,8	0,4
Contribución de la demanda doméstica	2,1	2,4	1,8	-5,6	6,3	0,6	1,5	0,3	1,0
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,7	-0,6	1,4	-1,3	0,5	-0,5	0,5	-0,7
Contribución del consumo privado	1,5	1,6	1,8	-4,0	2,7	1,3	0,8	0,6	0,4
Contribución de la inversión total	-0,4	0,9	0,7	-0,1	3,5	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3
Contribución del gasto público	-0,1	0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,3	0,0	0,2	0,0
Consumo privado (% a/a)	2,2	2,3	2,6	-5,8	3,9	1,2	1,1	1,3	0,5
Gasto público (% a/a)	-0,7	0,8	-0,5	-4,5	2,0	1,0	0,3	2,0	0,3
Inversión total (% a/a)	-2,6	5,2	4,0	-0,5	17,3	-0,6	-1,0	-1,3	-1,4
Exportaciones (% a/a)	5,2	3,4	-2,5	-2,1	6,3	4,5	-0,2	4,2	-1,0
Importaciones (% a/a)	7,3	6,9	1,3	-10,3	13,0	0,0	3,2	-0,7	2,5

Tasa de paro (% último trimestre)	11,9	11,7	11,1	14,2	11,1	10,1	9,5	10,4	10,5
Inflación (% a/a, media)	3,4	3,7	3,7	3,2	8,3	11,0	7,5	11,9	11,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	3,7	4,3	4,5	10,1	10,1	5,6	12,4	8,9
Balance fiscal (% PIB)	-7,8	-7,0	-5,8	-13,6	-4,4	-4,7	-6,9	-4,6	-6,4
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,7	-1,5	-0,8	-9,4	0,7	0,8	-0,8	0,8	-0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,1	-2,7	-3,5	-1,7	-1,7	-0,9	-2,1	-0,4	1,0

Tipo de interés oficial (final período)	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	14,50	13,00	16,50	16,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6,90	6,40	4,40	1,90	9,15	14,39	12,82	16,49	16,07
Tipo de interés a 10 años (final período)	10,21	9,24	6,81	6,98	10,31	13,59	12,25	14,18	13,55
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,31	3,87	4,03	5,20	5,58	5,11	5,23	5,73	5,19
Tipo de cambio vs Euro (final período)	3,97	4,44	4,53	6,38	6,32	5,36	5,61	5,83	5,26

Crédito privado (% a/a, media)	n.d.								
Crédito familias (% a/a, media)	4,7	7,0	10,8	10,1	17,7	13,7	8,9	13,7	8,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.								
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.								
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	17,4	16,4	15,8	19,0	22,3	18,3	16,6	18,4	15,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

Por lo anterior, hemos ajustado nuestra previsión de crecimiento para 2022 al 1,1%, desde el 0,7% de nuestro anterior informe, por una primera mitad del año mejor de lo esperado, aunque se prevé cierta desaceleración en la segunda mitad del año. Para 2023, esperamos un crecimiento del PIB del 1,0%, lo que dependerá de la evolución de la inflación interna y de los precios de las materias primas en los mercados internacionales (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

La inflación, por su parte, alcanzó 11,7% a/a en mayo (0,47% m/m, IPCA general), moderándose ligeramente desde los 12,1% de abril. Las partidas más afectadas son los combustibles de automoción (+29%, +52% el Diesel), el gas (+30%) y la alimentación subiendo un 13,5% (16,3% la alimentación en el hogar). De cara a la inflación futura, esta podría moverse al alza, especialmente debido a que los precios de los combustibles todavía están en niveles inferiores respecto a los mercados internacionales; aunque también se podría verse beneficiada dado el anuncio del gobierno de reducir algunos impuestos. Los precios altos del petróleo y de otras materias primas benefician el rubro de las exportaciones, aunque, por otro lado, debido a una limitada capacidad de refinación, Brasil es importador neto de combustibles refinados. Creemos que la contención de precios en 2022, mediante las ayudas gubernamentales, está infravalorando la inflación de 2022 en detrimento de la de 2023.

El banco central (BCB), en su reunión de junio, ha subido los tipos de interés SELIC en 50 pbs, hasta el 13,25%. El BCB ha sido de los primero en iniciar el ciclo de subidas, y una relajación de la inflación permitiría que las próximas subidas fueran solo de 25 pbs. Por otra parte, la política monetaria tendrá un efecto rezagado y, por ahora, no está consiguiendo limitar la inflación porque se está ante un efecto global de constricción de oferta. Así, un exceso de endurecimiento de la política monetaria podría agravar más la desaceleración.

A nivel de riesgos para la economía brasileña, la inflación agrava el riesgo de desaceleración económica y pérdida de valor de la moneda. Las planificadas rebajas fiscales y ayudas en marcha para combatir la inflación seguirán poniendo en presión el déficit público y la deuda. El 2 de octubre hay elecciones presidenciales, con los sondeos apuntando a un regreso de Lula da Silva con 41% de intención de voto contra 35% de J. Bolsonaro.

### 1.2.11 Argentina

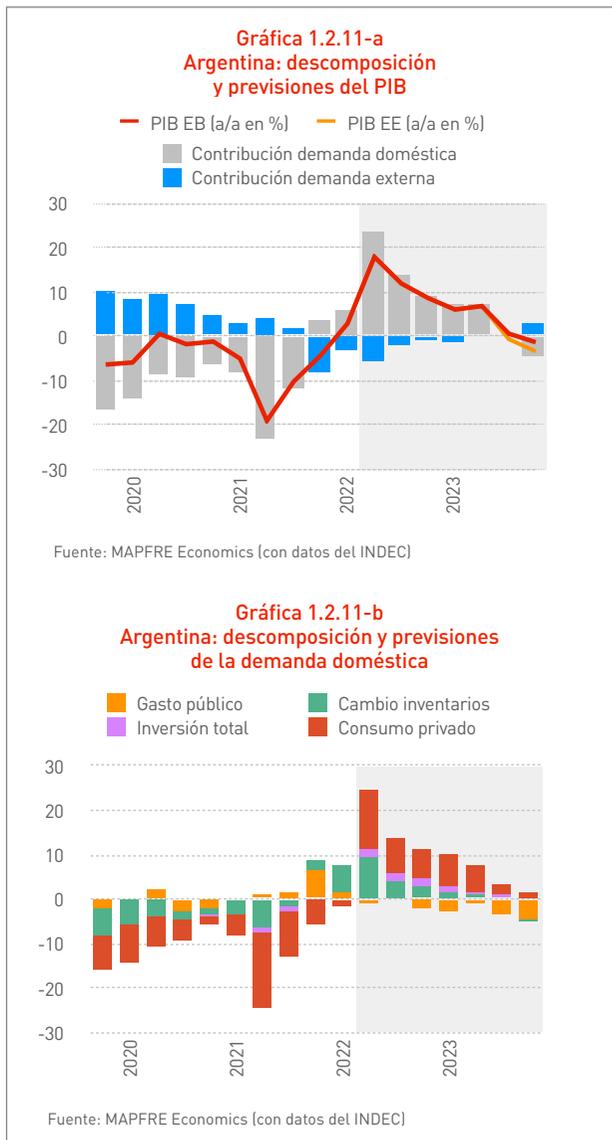
#### Avanzando en los compromisos con el FMI, aunque el contexto se torna más complejo.

La economía argentina creció un 6,0% a/a (+0,9% t/t) en el primer trimestre del año, con el consumo creciendo un 10,4%, el consumo público un 7,4%, las exportaciones un 9,4%, la inversión un 11,9% y las importaciones (que restan en el cálculo) se disparan al 28,3%. En este contexto, hemos ajustado nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2022 al 2,8% (desde los 3,0%), por las implicaciones de la inflación en la desaceleración de los niveles de actividad. De hecho, se prevé que los dos trimestres finales del año se sitúen en contracción, lo que podría significar una futura recesión. Aun así, estimamos que el consumo crezca el 6% en el promedio del año, pero

- Hemos ajustado nuestra previsión de crecimiento del PIB a la baja al 2,8% para 2022 y es previsible una entrada en recesión en la parte final del año.
- Con la inflación al alza, el gobierno tendrá que ajustar los precios gestionados.
- La moneda seguirá depreciándose, con una trayectoria poco tranquilizadora.
- En general, los riesgos aumentan por el contexto inflacionario interno y externo.

Tabla 1.2.11

Argentina: principales agregados macroeconómicos



	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,8	-2,6	-2,0	-9,9	10,3	2,8	0,8	2,2	-1,5
Contribución de la demanda doméstica	6,6	-4,0	-8,8	-10,2	13,4	2,3	-0,6	1,5	-3,1
Contribución de la demanda externa	-3,8	1,4	6,8	0,3	-3,1	0,5	1,4	0,7	1,7
Contribución del consumo privado	3,1	-1,7	-5,1	-9,3	6,8	4,4	0,9	3,6	-0,5
Contribución de la inversión total	2,8	-1,2	-2,7	-2,2	6,6	0,4	-2,3	0,1	-2,7
Contribución del gasto público	0,4	-0,3	-0,2	-0,5	1,1	0,7	0,0	0,8	0,0
Consumo privado (% a/a)	4,2	-2,2	-7,3	-13,8	10,2	5,3	1,3	5,3	-0,7
Gasto público (% a/a)	2,6	-1,9	-1,2	-3,3	7,8	5,1	0,0	5,1	0,0
Inversión total (% a/a)	13,4	-5,7	-15,9	-12,9	32,9	2,1	-13,2	0,6	-16,0
Exportaciones (% a/a)	2,6	0,6	9,1	-17,3	9,0	2,8	1,2	2,4	0,3
Importaciones (% a/a)	15,6	-4,5	-19,0	-17,9	21,5	0,4	-4,8	-0,6	-7,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,2	9,1	8,9	11,0	7,0	8,2	7,7	8,5	8,5
Inflación (% a/a, media)	24,8	34,3	53,5	42,0	48,4	62,0	43,5	64,0	50,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	23,3	47,4	52,2	36,4	51,4	66,5	34,6	71,3	39,9
Balance fiscal (% PIB)	-5,9	-4,9	-3,8	-8,3	-3,6	-4,3	-3,8	-4,3	-3,6
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,8	-2,3	-0,4	-6,4	-2,1	-2,7	-2,1	-2,6	-2,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-4,9	-0,8	0,9	1,4	1,7	0,3	1,7	0,9
Tipo de interés oficial (final período)	28,75	59,25	55,00	38,00	38,00	69,25	50,00	68,75	52,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	27,44	56,76	45,13	29,55	31,49	67,30	48,00	66,00	50,26
Tipo de interés a 10 años (final período)	5,91	10,86	19,36	14,61	18,40	17,82	16,45	18,29	17,09
Tipo de cambio vs USD (final período)	18,65	37,70	59,89	84,15	102,72	163,43	218,17	189,12	227,88
Tipo de cambio vs Euro (final período)	22,37	43,17	67,28	103,26	116,34	171,52	233,84	192,24	231,06
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INDEC)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

en clara desaceleración (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

Argentina tiene un problema grave de inflación. Aunque es cierto que en este momento vivimos un proceso de inflación global, Argentina presenta unas características propias. Una de ellas ha sido la financiación del déficit público por parte del banco central, y otra es que debido a que la inflación es un hecho habitual en el país, los mecanismos de revisión de precios y de salarios están muy agilizados. El gobierno ha estado poniendo topes a los precios de la energía, pero los compromisos de objetivos de déficit con el Fondo Monetario Internacional (FMI), le obligarán subir esos límites.

La inflación se ha situado en un 60,7% en mayo, subiendo desde los 58% de abril. La subida de precios se está verificando en todos los segmentos, incluyendo alimentos, ropa, transporte, ocio y cultura. A su vez, el gobierno intenta mitigar la inflación mediante el control de precios en electricidad y gas (+41,8%) y comunicaciones (+37,4%) que suben menos. La encuesta mensual de expectativas realizada por el banco central en mayo apunta a que la inflación de 2022 se situará en torno al 72,6% (9,4 puntos por encima de la encuesta de abril), con la subyacente en 72,8%. Nuestra estimación para 2022 se ha revisado también al alza, por los últimos datos publicados y porque el gobierno ha reducido los subsidios a la energía.

En la reunión de junio, el Banco Central ha subido en 300 pbs el tipo de interés de referencia LELIQ a 28 días desde 49% a 52%. La base monetaria M3 crecía al 52% anual (junio), la moneda continúa su depreciación y la curva de tipos presenta una trayectoria nada tranquilizante. En este marco, el peso argentino ya ha superado la barrera de los 126 pesos /USD.

Los riesgos para la economía de Argentina son variados: la inflación desbocada, la pérdida de valor de la moneda y posibles desvíos respecto al plan pactado con el FMI. A menos que el gobierno consiga cumplir y

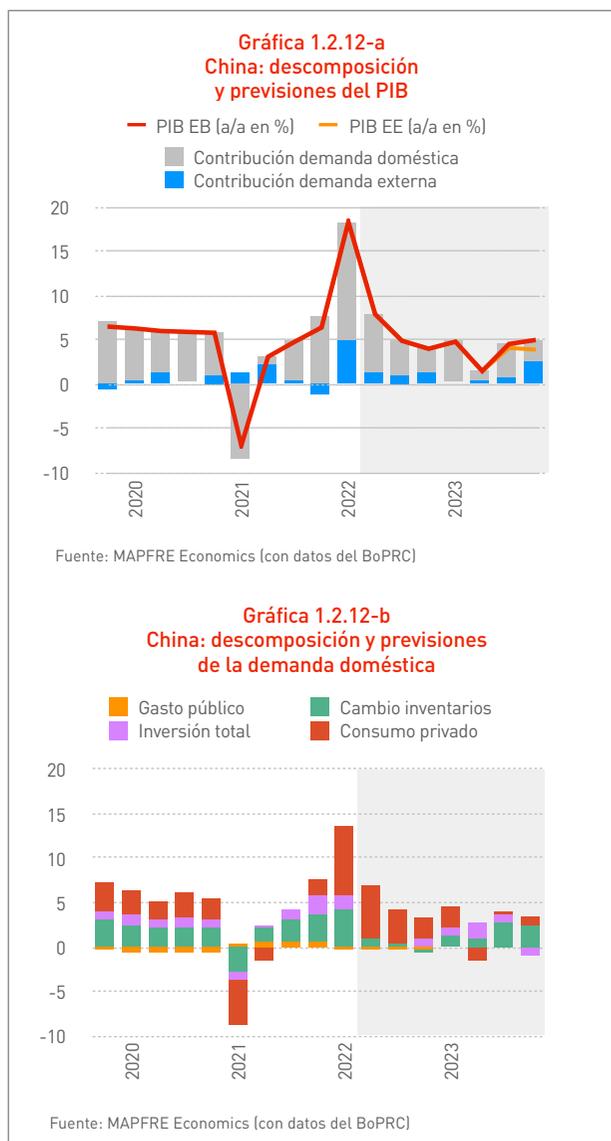
superar las expectativas establecidas en el plan, por ahora el entorno interno y externo son desfavorables. Así, se espera una recesión hacia el final del segundo semestre y una desaceleración en 2023 respecto a 2022.

## 1.2.12 China

### Economía en desaceleración, y mayores riesgos para sector inmobiliario y financiero.

La economía china ha crecido un 4,8% a/a en el primer trimestre (+0,3 t/t), una desaceleración que en el segundo trimestre fue aún más evidente, contrayéndose un -2,6% intertrimestral, en buena medida por los cierres de actividad realizados en Shanghái en abril y mayo. De igual forma, las ventas al por menor han caído un -6,7% en mayo. La producción industrial de mayo, por su parte, se recuperaba parcialmente (+0,8% a/a), después de la caída de abril (-2,9%). Las exportaciones crecían un 15,3%, en tanto que el consumo privado, que se comportó bien en el primer trimestre (+5,8%), deberá haberse contraído en el segundo (-4%) debido a los cierres por la pandemia y deberá dejar el crecimiento del consumo del año en el 1,2%.

- Los cierres en Shanghái debido al Covid-19, tendrán repercusiones en las cadenas de producción y comercio mundiales.
- El banco central ha rebajado los requerimientos de reservas de los bancos y ha inyectado liquidez; una señal de que hay tensión.
- La inflación es menor que en Occidente, pero la impulsarán la tensión en energía, materias primas y el choque de oferta por los cierres de Shanghái.
- Se estima que el PIB chino crezca un 4,0% en 2022, rebajado desde el 4,8% de nuestra previsión anterior.



**Tabla 1.2.12**  
China: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	6,9	6,7	6,0	2,2	8,1	4,0	5,1	3,6	3,6
Contribución de la demanda doméstica	6,7	7,4	5,2	1,6	6,1	2,9	5,7	2,5	4,0
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,6	0,7	0,7	2,0	1,1	-0,6	1,0	-0,5
Contribución del consumo privado	3,7	3,2	2,5	-0,9	5,0	0,5	3,3	0,3	2,7
Contribución de la inversión total	2,6	3,1	2,2	1,3	1,1	2,0	1,9	1,8	0,9
Contribución del gasto público	0,3	1,2	1,1	0,8	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Consumo privado (% a/a)	9,4	8,1	6,3	-2,4	12,6	1,3	8,2	0,8	6,7
Gasto público (% a/a)	2,0	7,1	6,6	4,6	2,9	3,5	3,9	3,5	3,9
Inversión total (% a/a)	6,2	7,3	5,1	3,1	2,6	4,8	4,7	4,3	2,1
Exportaciones (% a/a)	6,7	4,4	2,3	1,7	18,2	2,2	1,1	1,8	0,2
Importaciones (% a/a)	7,8	6,5	-0,7	-2,2	6,6	0,3	6,6	-0,1	4,3
Tasa de paro (% último trimestre)	2,9	2,9	3,1	3,5	3,2	3,5	3,3	3,5	3,8
Inflación (% a/a, media)	1,5	2,1	2,9	2,5	0,9	2,2	2,3	2,5	5,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,8	2,2	4,3	0,1	1,8	2,7	2,1	3,6	5,6
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-4,7	-5,6	-8,6	-5,2	-7,3	-5,8	-7,4	-6,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,8	-1,5	-2,2	-4,7	-1,5	-3,9	-2,5	-4,0	-2,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	0,2	0,7	1,7	1,8	1,2	0,7	1,1	0,4
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	3,25	3,25	3,00	3,00	2,75	2,75	3,00	3,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,53	3,70	3,20	3,03	2,73	2,36	2,50	2,50	3,05
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,88	3,23	3,14	3,14	2,78	2,85	3,67	2,89	3,99
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,51	6,88	6,99	6,52	6,35	6,70	6,47	7,05	6,64
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,80	7,87	7,85	8,00	7,19	7,04	6,94	7,16	6,74
Crédito privado (% a/a, media)	13,1	12,9	13,1	13,1	12,3	11,7	11,1	11,6	10,3
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	29,5	28,8	29,0	32,9	30,2	31,9	30,0	32,0	29,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

La confianza del consumidor se encuentra en los niveles más bajos en los últimos 30 años (86,8), debido a la dureza de los confinamientos. Las ventas de automóviles cayeron un -1% en mayo y -47% en abril. En junio, ya terminados los confinamientos en una de las zonas más industriales del mundo, la actividad deberá retomarse, pero los retrasos en la producción y entregas se harán visibles en las cadenas industriales globales durante meses. Por su parte, los índices de gestores de compras (PMIs) de junio volvían a zona de expansión, después de estar en contracción en mayo: el compuesto en 55,3 puntos; el manufacturero en 51,7 y el de servicios en 54,5. En estas circunstancias, esperamos que el PIB de China crezca un 4,0% en 2022 (rebajado en 8 décimas desde 4,8%), pero mantenemos nuestra previsión de 2023 en 5,1% (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

Por otra parte, la inflación se ha quedado estable en el 2,1% en mayo. La partida más tensionada son los combustibles (+27%). Se espera ahora que la inflación se mantenga estable para final del año (+2,2%); la subyacente (sin energía y alimentos) está en 0,9% y los precios al productor están al 6,4% en mayo desde los 8,0% en abril.

La política monetaria es controlada por medio de diferentes instrumentos, pero la referencia principal es el nivel de reservas requerido a los bancos, la cual ha sido rebajada por Banco Central en 25 pbs en la reunión del 15 de abril, hasta 11,25%. Los tipos Reverse Repo a 7 días se sitúan en 1,55%, el de depósito en 1,5% y el de préstamos en 4,35%. El banco sigue inyectando liquidez al sistema bancario (10 millardos de yuanes, 1,5 millardos adicionales el 8 de junio) para mantenerla en "niveles adecuados".

Los riesgos para el crecimiento de la economía china en estos momentos se sitúan más en los precios de las materias primas y la energía; por ahora, la translación a la inflación general está siendo lenta. Los cierres debidos al Covid-19 han provocado retrasos en la producción industrial con efectos en el comercio mundial. Una desaceleración económica, con

efecto en el empleo, podría agravar las tensiones en los mercados inmobiliarios y, a su vez, en el financiero. Estas inyecciones de liquidez del banco central al sistema bancario son un síntoma de esta tensión.

### 1.2.13 Indonesia

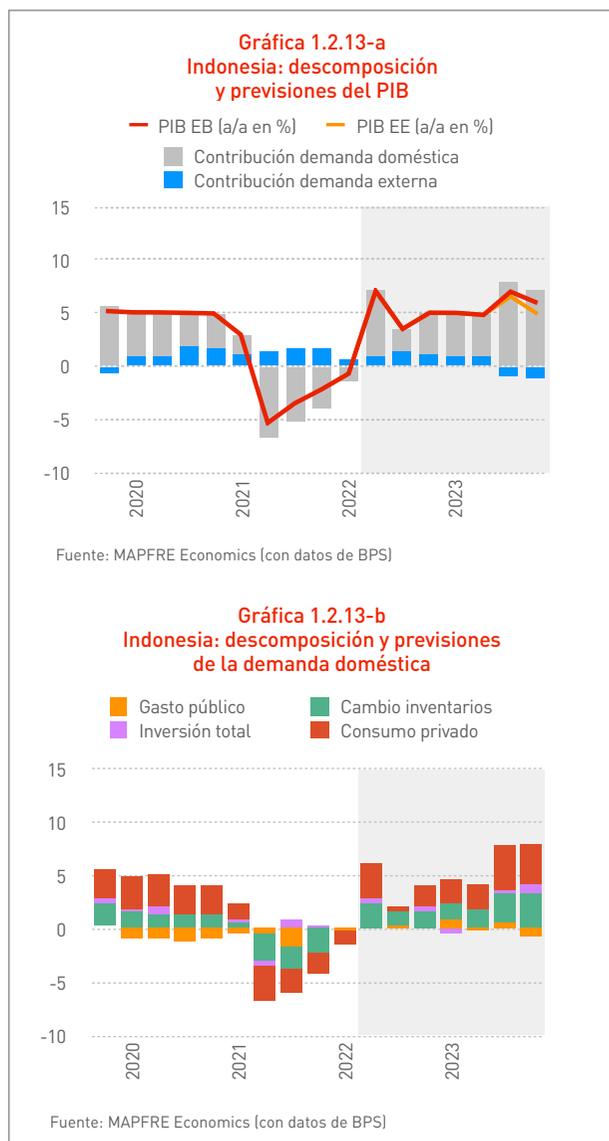
#### Crecimiento fuerte por el ciclo de precios de materias primas y subvenciones a los combustibles.

El PIB del primer trimestre creció un 5,0% a/a (-1% t/t; +1,5% t/t ajustado de estacionalidad) con buen comportamiento del consumo y la inversión, y con las exportaciones (+16%) creciendo más que las importaciones (+15%). Para los próximos trimestres, se espera una continuación del crecimiento, aunque la inflación empieza a repuntar. La inflación, a pesar de que ya influya, todavía no presenta un peligro elevado para el crecimiento, como sí lo está siendo para los países occidentales. Se espera que el consumo se mantenga dinámico en los próximos trimestres, al igual que las exportaciones; la dinámica de precios (ex-petróleo) está favoreciendo los términos de intercambio (precios de las exportaciones suben más que los de las importaciones).

- Se espera un crecimiento del PIB del 5,7% en 2022 y del 5,6% 2023.
- El consumo privado está fuerte y las exportaciones crecen más que las importaciones gracias a las materias primas.
- El banco central deberá empezar pronto a subir los tipos de interés a causa de la inflación, y eso se ha reflejado en la pequeña recuperación del tipo de cambio contra el dólar.

El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero de junio bajó a 56 puntos, con las componentes del PMI de pedidos y fabricación por encima de 58,4 y 59,8, respectivamente. La balanza por cuenta corriente sería

**Tabla 1.2.13**  
Indonesia: principales agregados macroeconómicos



	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	5,1	5,2	5,0	-2,1	3,7	5,7	5,6	5,3	4,2
Contribución de la demanda doméstica	4,8	6,2	3,6	-3,4	2,7	5,8	6,7	5,4	5,3
Contribución de la demanda externa	0,3	-1,1	1,4	1,4	1,0	-0,1	-1,1	-0,1	-1,1
Contribución del consumo privado	2,8	2,8	2,9	-1,5	1,1	3,2	3,6	3,0	2,9
Contribución de la inversión total	2,0	2,2	1,5	-1,6	1,2	2,4	3,2	2,2	2,3
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,3	0,2	0,3	0,1	0,9	0,1	1,0
Consumo privado (% a/a)	5,0	5,1	5,2	-2,7	2,0	5,9	6,5	5,4	5,3
Gasto público (% a/a)	2,1	4,8	3,3	2,0	4,2	1,5	10,6	1,5	12,1
Inversión total (% a/a)	6,2	6,7	4,5	-5,0	3,8	7,4	9,5	6,9	6,9
Exportaciones (% a/a)	8,9	6,5	-0,5	-8,1	24,0	5,8	-0,4	5,4	-1,5
Importaciones (% a/a)	8,1	12,1	-7,1	-16,7	23,3	7,7	4,8	7,1	3,3
Tasa de paro (% último trimestre)	5,3	5,1	5,1	6,7	6,2	5,8	5,4	5,8	6,2
Inflación (% a/a, media)	3,8	3,3	2,8	2,0	1,6	3,7	3,1	4,2	5,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,5	3,3	2,7	1,6	1,8	4,4	2,8	5,7	5,6
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-1,7	-2,2	-6,2	-4,6	-3,5	-3,6	-3,4	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-2,9	-2,7	-0,4	0,3	0,0	-0,7	-0,2	-2,2
Tipo de interés oficial (final período)	4,25	6,00	5,00	3,75	3,50	4,25	4,50	4,50	7,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,48	7,70	5,51	4,06	3,75	4,47	5,31	4,81	7,79
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,31	7,98	7,10	6,10	6,38	7,32	7,41	7,42	8,63
Tipo de cambio vs USD (final período)	13.484	14.380	13.883	14.050	14.253	14.282	13.701	15.471	13.835
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16.171	16.465	15.596	17.241	16.143	14.989	14.685	15.720	14.024
Crédito privado (% a/a, media)	8,2	10,8	8,8	1,4	1,0	8,2	11,6	9,2	12,1
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	15,1	5,6	-3,0	-6,0	-12,6	27,9	27,6	27,7	27,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	23,6	24,0	22,8	21,4	25,7	24,6	23,2	24,7	21,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

positiva este año, igual que en el anterior, favorecida por el precio de las materias primas y de los productos agrícolas que exporta (aceite de palma). De esta forma, se prevé por ahora una continuidad en los niveles de crecimiento, todavía no muy afectados por la inflación, lo que sitúa las previsiones de crecimiento del PIB en 5,7% en 2022 y 5,6% en 2023 % (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

La inflación, por su parte, empieza a subir; se ha situado en el 4,4% en junio, con la subyacente en 2,6%. Aun así, se ubica todavía en el rango del banco central de 2-4%. La inflación, que es más baja que en otros países, está beneficiada por los subsidios a los combustibles, que ascienden a 24,8 millardos de dólares, después de una ampliación de 5 millardos de dólares en mayo. Esto impactará el déficit fiscal que subirá a un estimado 4,5% del PIB, luego de contar con la mejora en la recaudación fiscal por los altos precios de las materias primas. El Banco Central de Indonesia ha mantenido los tipos de interés en el 3,50% en la reunión de junio, y para el resto del año se espera que produzcan 3 subidas, a medida que la inflación obligue a endurecer las condiciones monetarias. El fortalecimiento del dólar ocurrida en mayo podría ser un desafío para el servicio de la deuda externa. Sin embargo, el inicio de subida de tipos en Indonesia junto con la moderación de expectativas de subidas de tipos en Estados Unidos ha vuelto a dar equilibrio al tipo de cambio. Las subvenciones a los combustibles son una carga para las cuentas públicas y para la deuda pública, por lo que no será posible extenderlas por mucho más tiempo.

### 1.2.14 Filipinas

#### Crecimiento robusto, pero con inflación repuntando.

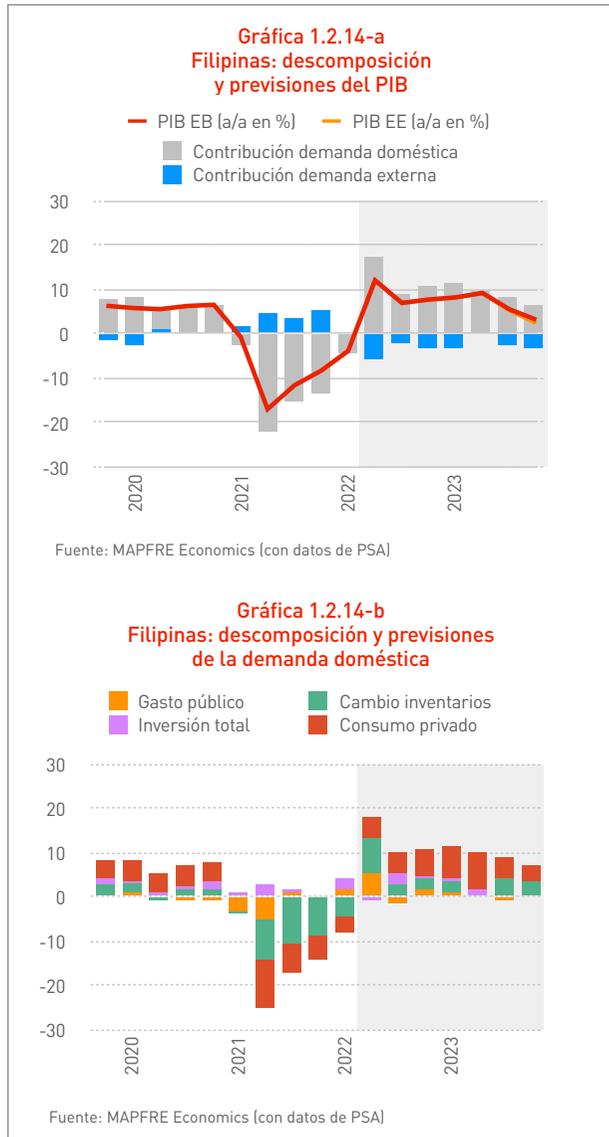
El PIB filipino creció un 8,3% a/a (+1,9% t/t) en el primer trimestre de 2022. El consumo privado crece con fortaleza (+10%) a consecuencia del fin de las restricciones. La inversión también crece visiblemente, pero está

afectada por efectos de base, ya que en términos de volumen está a niveles de 2017. Las exportaciones crecen bien (+10,3%), pero el ritmo de las importaciones le supera (+15,6%). Esto se debe al encarecimiento de las importaciones, especialmente la energía, lo que está llevando a un predecible deterioro de la balanza por cuenta corriente. El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero de junio se modera ligeramente situándose en 53,8 puntos, desde los 54,1 de mayo. Asimismo, la confianza del consumidor se está recuperando, pero aún está en territorio negativo. En este contexto, hemos revisado nuestra estimación 3 décimas a la baja a 6,5% para 2022 y 7 décimas al 5,0% en 2023, niveles que son altos comparados con los países de occidente (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La inflación, por su parte, ha alcanzado un 6,1% en junio, con la subida de precios al productor mucho más bajos que en Europa, por ejemplo, solo un 7% versus 36% en la Eurozona (bienes terminados). El Banco Central de Filipinas ha subido los tipos de interés en junio en 25 pbs, hasta 3,00% (*Overnight Repo*), después de haberlos subido en mayo por primera vez desde noviembre de 2018. Se ha iniciado, por tanto, un nuevo ciclo de tipos de interés, aunque las subidas son todavía muy suaves dada la aceleración de la inflación. La previsión de inflación del banco central es de que se quede en un rango de 5,7-6,5% en 2022.

- La economía filipina crece mucho más que las economías occidentales, 6,5% previsto para 2022.
- La inflación repunta y el banco central inicia ciclo de subida de tipos de interés.
- Las exportaciones se comportan bien, pero las importaciones lo hacen mejor aún, lo que genera problemas para la balanza de cuenta corriente.
- Los precios altos en la energía, materias primas y problemas en las cadenas de suministro son los principales riesgos en el corto plazo.

**Tabla 1.2.14**  
Filipinas: principales agregados macroeconómicos



	2017	2018	2019	2020	2021 [e]	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022[p]	2023[p]	2022[p]	2023[p]
PIB (% a/a)	6,9	6,3	6,1	-9,5	5,7	6,5	5,0	6,2	4,2
Contribución de la demanda doméstica	7,9	8,8	6,3	-13,1	8,2	8,9	6,2	8,6	5,5
Contribución de la demanda externa	-0,9	-2,4	-0,2	3,6	-2,5	-2,5	-1,1	-2,4	-1,4
Contribución del consumo privado	4,3	4,2	4,2	-5,9	3,1	6,2	2,7	5,8	2,0
Contribución de la inversión total	2,7	3,5	1,0	-5,9	2,2	2,7	2,4	2,7	2,4
Contribución del gasto público	0,7	1,6	1,1	1,6	1,1	0,3	0,5	0,3	0,5
Consumo privado (% a/a)	6,0	5,8	5,9	-8,0	4,2	8,4	3,7	7,9	2,7
Gasto público (% a/a)	6,5	13,4	9,1	10,5	7,1	2,1	3,7	2,1	3,7
Inversión total (% a/a)	10,6	12,9	3,9	-27,3	9,9	11,4	9,9	11,4	9,9
Exportaciones (% a/a)	17,4	11,8	2,6	-16,1	8,0	7,1	9,8	7,1	9,8
Importaciones (% a/a)	15,1	14,6	2,3	-21,6	13,0	12,9	8,4	12,7	8,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	5,1	4,6	8,7	6,8	5,9	5,5	5,4	5,5
Inflación (% a/a, media)	2,9	5,3	2,4	2,4	3,9	5,8	3,6	6,3	6,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,0	6,1	1,4	2,9	3,6	7,7	1,1	9,1	3,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,1	-3,1	-3,4	-7,6	-8,6	-7,4	-7,4	-7,4	-7,6
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,7	-2,6	-0,8	3,2	-1,8	-5,2	-4,4	-5,7	-8,0
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	4,75	4,00	2,00	2,00	3,00	3,75	3,00	7,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,22	5,03	3,97	2,00	1,81	2,99	3,83	3,07	7,18
Tipo de interés a 10 años (final período)	5,70	7,05	4,44	2,97	4,72	7,06	6,09	7,07	7,50
Tipo de cambio vs USD (final período)	49,92	52,72	50,74	48,04	50,27	52,09	49,93	56,11	50,37
Tipo de cambio vs Euro (final período)	59,87	60,37	57,01	58,94	56,93	54,67	53,52	57,01	51,05
Crédito privado (% a/a, media)	17,6	16,8	9,5	4,0	0,9	6,7	7,6	7,6	8,2
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,4	10,3	6,9	-7,9	8,2	10,0	9,6	9,4	8,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,1	6,4	5,0	5,7	3,5	2,0	6,1	2,1	4,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)  
Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

En las elecciones presidenciales, del pasado mes de mayo, ha salido vencedor Ferdinand Marcos. Marcos ya ha nombrado para ministro de finanzas al actual gobernador del banco central, Benjamin Diokno, mientras que Felipe Medalla, funcionario del banco central desde hace tiempo, es el nuevo gobernador. Marcos ha indicado también que mantendrá el tesorero y la mayoría de los subsecretarios de estado, lo que es señal de continuidad y positivismo para los mercados.

Los mayores riesgos para la economía filipina están relacionados con la subida de la inflación, que está fuera del rango objetivo de 2-4%. Por ahora supera los 5%, pero un mantenimiento de los precios de las materias primas y la energía, añadido al alargamiento de los problemas en las cadenas de suministro, seguirán poniendo presión en la inflación. Esto tiene implicaciones para el desequilibrio entre importaciones y exportaciones, y para la ampliación del déficit por cuenta corriente, tipo de cambio y atracción de inversión. Por el lado positivo, el crecimiento es muy alto comparado con el de los países occidentales, que están desacelerando más de lo previsto.

## 2. Panorama sectorial

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

#### 2.1.1 Mercados globales

Han transcurrido seis meses desde el inicio de la invasión de Ucrania que mantiene la tensión sobre los precios de la energía, los alimentos y otras materias primas, a lo que se han sumado las fuertes restricciones a la movilidad impuestas por el gobierno chino para luchar contra la expansión de nuevas olas pandémicas del Covid-19 en su territorio, que ya parecen controladas. Todos estos factores geopolíticos han motivado una revisión de las previsiones de inflación al alza y de crecimiento económico a la baja, lo que sigue complicando el panorama de negocio y de rentabilidad de la actividad aseguradora a nivel global.

Los datos más recientes de inflación han superado las expectativas, alejándose una vez más de forma acusada de los objetivos de los bancos centrales, lo que está motivando un endurecimiento de la política monetaria de las principales economías del mundo, en algunos casos de forma acelerada (como es el caso de los Estados Unidos). Por su parte, los mercados emergentes en su mayoría habían iniciado este proceso en la segunda mitad de 2021.

El endurecimiento de la política monetaria ralentizará la demanda agregada, enfriando la economía en un entorno de una inflación más alta y duradera de lo previsto que erosiona la capacidad adquisitiva de los hogares y los márgenes empresariales, repercutiendo de forma negativa en el desarrollo y rentabilidad del mercado asegurador y poniendo presión sobre los precios de los seguros. No obstante, surgen oportunidades de negocio en los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales con garantías de tipos de interés, y en algunas líneas de negocio como los seguros de salud que pueden seguir presentando un buen comportamiento ante el estado de saturación en el que se encuentran los sistemas sanitarios públicos. El sector del automóvil continúa afectado por la escasez de semiconductores y de suministros que lastra las nuevas matriculaciones de vehículos, repercutiendo de forma negativa en el negocio de los seguros de autos. En cuanto al panorama para los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los retrocesos y la alta volatilidad de los mercados financieros tras el anuncio de la retirada de estímulos monetarios por parte de la Reserva Federal y otros bancos centrales, y por la situación geopolítica provocada por la guerra en Ucrania, hace que afronten un panorama más complejo. Las correcciones en el mercado de bonos y en los principales índices de renta variable, así como el aumento del riesgo de crédito, pueden afectar de forma negativa al balance y la posición de solvencia de aquellas entidades aseguradoras que no hayan gestionado adecuadamente estos riesgos.

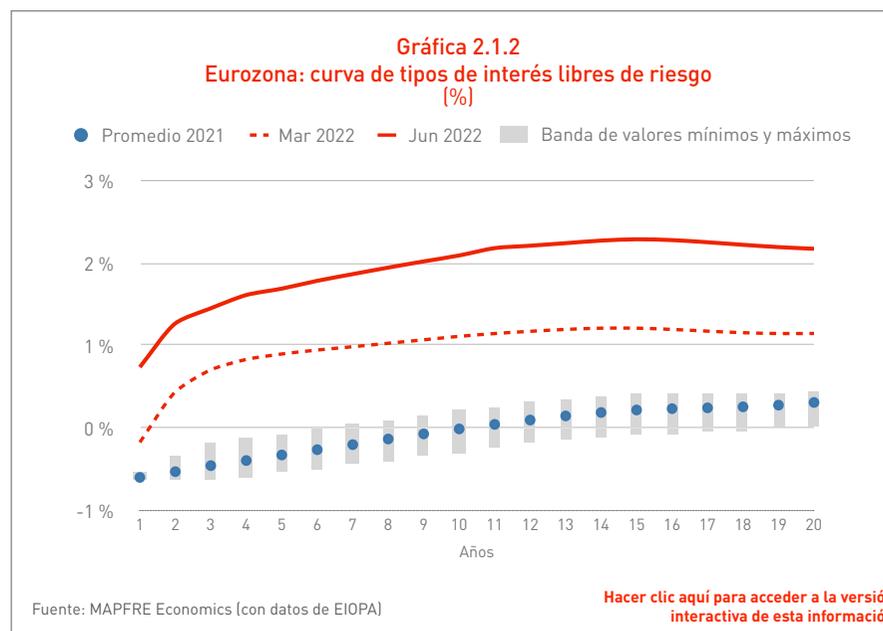
El riesgo para alguna de las grandes economías mundiales de caer en una situación de estancamiento económico con altas tasas de inflación es mayor, lo que sería un escenario especialmente adverso para todos los sectores de actividad económica, incluido el sector asegurador. De momento, los mercados laborales en los Estados Unidos y (en menor medida) en la Eurozona continúan fuertes y el ahorro acumulado por los hogares durante las peores fases de la pandemia es alto, lo que puede ayudar a suavizar el efecto de esta situación sobre sus respectivos mercados, unido a una mayor aversión al riesgo que actúa como un estímulo en la demanda de aseguramiento.

### 2.1.2 Eurozona

Se ha revisado a la baja la estimación de crecimiento económico para 2022 de la Eurozona en 0,2 pp hasta el 2,7% (5,3% en 2021), lo que supondría recuperar el nivel de PIB anterior al inicio de la pandemia, pero representa una desaceleración en el crecimiento económico que se trasladaría al año 2023 en el que la previsión de crecimiento se reduce al 1,8%. El entorno continúa siendo de gran incertidumbre a consecuencia de la guerra en Ucrania y de las sanciones impuestas a Rusia por la invasión, que afectan de forma muy acusada a Europa. Este entorno de desaceleración económica, junto con la alta inflación (8,6% en el mes de junio) que se prolongará en el próximo año, complica el panorama para el desarrollo del negocio y la rentabilidad del sector asegurador, poniendo presión sobre los precios de los seguros.

Por otro lado, el fuerte repunte y la persistencia de la inflación ha motivado un cambio de orientación en la política monetaria ultra acomodaticia que venía aplicando el Banco Central Europeo (BCE). En su última reunión del mes de junio, el BCE anunció su intención de aumentar en 25 puntos básicos (pbs) los tipos de interés oficiales en su próxima reunión prevista para el 21 de julio (lo que dejaría los tipos en el 0,25% para las operaciones principales de financiación y -0,25% la facilidad de depósito) y una nueva subida prevista para septiembre entre 25 y 50 pbs,

en función de la evolución de los datos económicos y, particularmente, de la inflación. Por otro lado, en el mes de julio ha dejado de incrementar su balance con el final del programa de compras netas de activos (reinvirtiendo los bonos que van venciendo), lo que ya ha tensionado las primas de riesgo de los bonos soberanos, especialmente los de los países del sur de Europa, hasta el punto de llevar al Consejo de Gobierno del BCE a anunciar que está diseñando una herramienta con el fin de evitar el riesgo de fragmentación de la Eurozona. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) se aprecia una nueva y acusada subida de los tipos de interés libre de riesgo de mercado en todos sus tramos, quedando en niveles sustancialmente superiores a los máximos alcanzados en el año previo, así como al cierre del mes de marzo de 2022, con tipos positivos en todos sus vencimientos (cuando a finales del año previo estaban en



terreno negativo hasta los seis años). Los tipos de interés libres de riesgo continúan siendo notablemente inferiores a la inflación, pero los niveles continúan en una senda ascendente dibujando un panorama más favorable para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales de las entidades aseguradoras. La Gráfica 2.1.2 muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2021, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de marzo y junio de 2022<sup>4</sup>.

Por otro lado, el índice Euro Stoxx 50 (y en general los principales mercados de valores a nivel mundial) han sufrido un repunte en su volatilidad y una caída desde principios de año del -19,6% en el primer semestre de 2022, por la mayor incertidumbre generada a consecuencia de la guerra en Ucrania y las sanciones impuestas a Rusia, unido a los mensajes de retirada de estímulos monetarios por parte de los bancos centrales. Esta situación, junto con el riesgo de caer en una recesión, complica el panorama para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales tienen que adaptarse a un nuevo entorno de caídas en la renta variable y una renta fija que ofrece mayores tipos de interés y primas de riesgo más alineadas al riesgo de crédito de las emisiones, una vez finalizados los programas de adquisiciones netas de activos por parte de los bancos centrales.

### 2.1.3 Alemania

La economía alemana continúa siendo la que mayor exposición presenta a las consecuencias derivadas de la guerra de Ucrania y a las sanciones impuestas a Rusia por la invasión, y está sufriendo recortes en el suministro de gas que podrían agravarse de cara al invierno. En este complejo contexto se ha vuelto a rebajar las expectativas de crecimiento económico para 2022 en 0,4 puntos porcentuales, hasta situarse en el 1,6%, por lo que la economía alemana no recuperaría su nivel previo a la crisis sino hasta 2023, año en el que se estima un crecimiento del 1,9%. El

consumo privado continúa siendo el motor del crecimiento y, en menor medida, la inversión, lo que mantiene un entorno relativamente favorable para el desarrollo del sector asegurador por el mantenimiento del crecimiento, pero con un alto nivel de incertidumbre.

Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano alemán continúa experimentando un movimiento significativo al alza y en el mes de junio presenta niveles positivos en todos los plazos superiores a los seis meses. El repunte de la inflación y los mensajes del BCE del inicio de una senda de subidas de tipos de interés, se sigue reflejando claramente en el aumento en la rentabilidad del bono soberano alemán. Si bien los niveles de los tipos de interés nominales continúan en niveles relativamente bajos, al menos están abandonando el terreno negativo y la curva de tipos presenta una pendiente positiva, lo cual supone una ligera mejoría en el entorno todavía complicado para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, al seguir por debajo de la inflación (7,6% en el mes de junio), conllevando una situación de intereses reales negativos. El DAX alemán, por su parte, continúa con un comportamiento volátil con caídas que ha aumentado a consecuencia de la invasión de Ucrania, lo que complica el desarrollo de productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.

### 2.1.4 Italia

Se rebajan las expectativas de crecimiento económico para Italia en 0,2 puntos porcentuales, estimando un crecimiento del 2,7% en 2022 (6,6% en 2021), lo que le llevaría a recuperar su nivel de PIB previo a la crisis. Por su parte, en 2023 la economía italiana se ralentizaría con un crecimiento estimado del 1,4%. El consumo y la inversión privados (con la ayuda de los fondos europeos para la recuperación) continúan presentando un buen comportamiento, pero este año se verá todavía lastrado por el sector exterior a consecuencia de los altos precios de la energía y de las disrupciones en la cadena de suministros. La recuperación del crecimiento favorece al sector asegurador, pero se complica el panorama

para su desarrollo y rentabilidad a consecuencia del repunte de la inflación (8% en el mes de junio) que erosiona la renta disponible de los hogares y los márgenes empresariales, incrementando la presión sobre los precios de los seguros.

Por otro lado, el cambio de orientación de la política monetaria por parte del BCE por los datos de inflación en la Eurozona más altos y persistentes de lo esperado, y en particular el fin de las adquisiciones netas de bonos soberanos y corporativos prevista para el tercer trimestre del año, ha provocado un repunte en la prima de riesgo y de la prima por plazo de la deuda soberana italiana, que se ha moderado ligeramente con el anuncio por parte del BCE del diseño de una herramienta para intentar evitar la fragmentación. Sin embargo, aunque mejora el panorama para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, persiste la situación de intereses reales negativos que vienen a complicar su comercialización. Por otra parte, la volatilidad y las caídas de los mercados de renta variable, y en particular del FTSE MIB, complica el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión que han cobrado importancia en el mercado italiano en los últimos años.

### 2.1.5 España

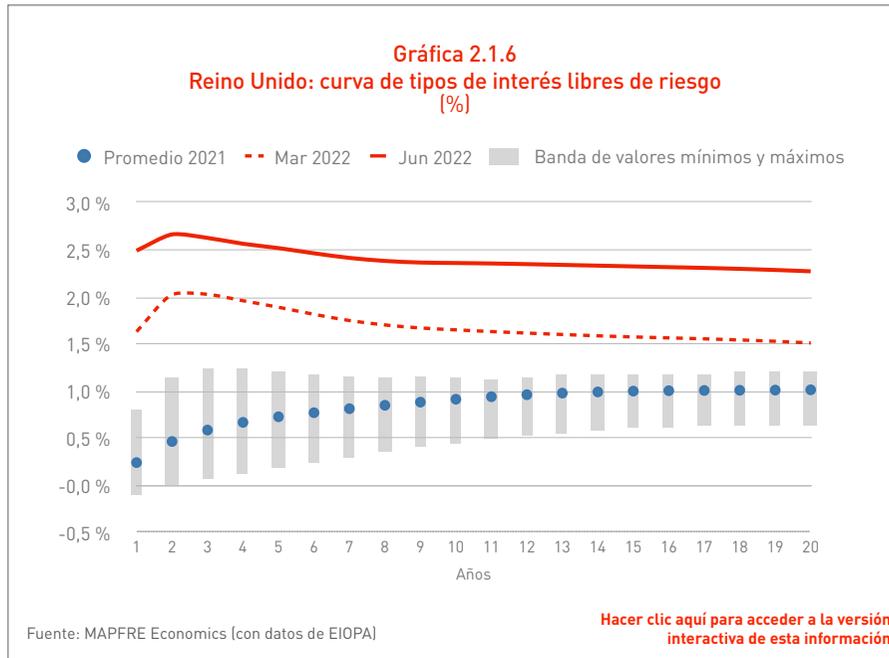
En el caso de España, se han revisado ligeramente a la baja las estimaciones de crecimiento para la economía española hasta el 4,1% en 2022 (5,1% en 2021), con lo que no recuperará el nivel de PIB anterior a la crisis sino hasta 2023, año en el que se prevé un crecimiento del 2,4%. Asimismo, se agrava el problema de las altas tasas de inflación (10,2% en junio), a consecuencia de los altos precios de la energía y los alimentos, erosionando el poder adquisitivo de los hogares y los márgenes empresariales, lo que ensombrece el panorama para el negocio asegurador y erosiona su rentabilidad, elevando la presión sobre la tarificación de los productos aseguradores. De igual forma, la escasez de suministros continúa lastrando al sector automovilístico, por lo que el

negocio de los seguros de autos seguirá sufriendo esta situación en los próximos meses.

El contexto para el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias tradicionales continúa mejorando por el endurecimiento de la política monetaria del BCE con el anuncio del inicio de una senda de subida de tipos de interés que comienza este mes de julio y la finalización del proceso de expansión monetaria (que está tensionando las primas de riesgo). Estos factores están elevando la curva de tipos de interés de mercado del bono soberano español que ha salido del terreno negativo en todos sus plazos superiores a los tres meses y ofrece una prima por plazo positiva creciente a mayores vencimientos. No obstante, los tipos de interés nominales continúan en niveles inferiores a la inflación generando un entorno de tipos de interés reales negativos, situación que introduce dificultades en la comercialización de este tipo de productos. La renta variable, que venía siendo una alternativa para protegerse contra el entorno de bajos tipos de interés y el repunte de la inflación, ha sufrido caídas y un aumento en su volatilidad, lo que viene a complicar el panorama para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión que estaban empezando a crecer en el mercado español.

### 2.1.6 Reino Unido

Para 2022, se prevé un crecimiento económico del 3,6% para el Reino Unido (7,4% en 2021), lo que le llevaría a recuperar su nivel de PIB previo a la crisis en este año. Para el año 2023, se prevé una ralentización en su crecimiento hasta el 1,3%. El consumo y (en menor medida) la inversión privada continúan presentando un buen comportamiento, pero su economía sigue sufriendo el lastre del sector exterior a consecuencia de los altos precios de la energía y de la escasez en la cadena de suministros. El crecimiento económico previsto para este año continuará dando apoyo al desarrollo del negocio de su mercado asegurador, aunque el repunte de la inflación (9,1% en el mes de mayo) y la erosión que esto



supone en la renta disponible de los hogares y en los márgenes empresariales pueden terminar afectando de forma negativa a su volumen de negocio y a su rentabilidad, poniendo presión sobre los precios de los seguros.

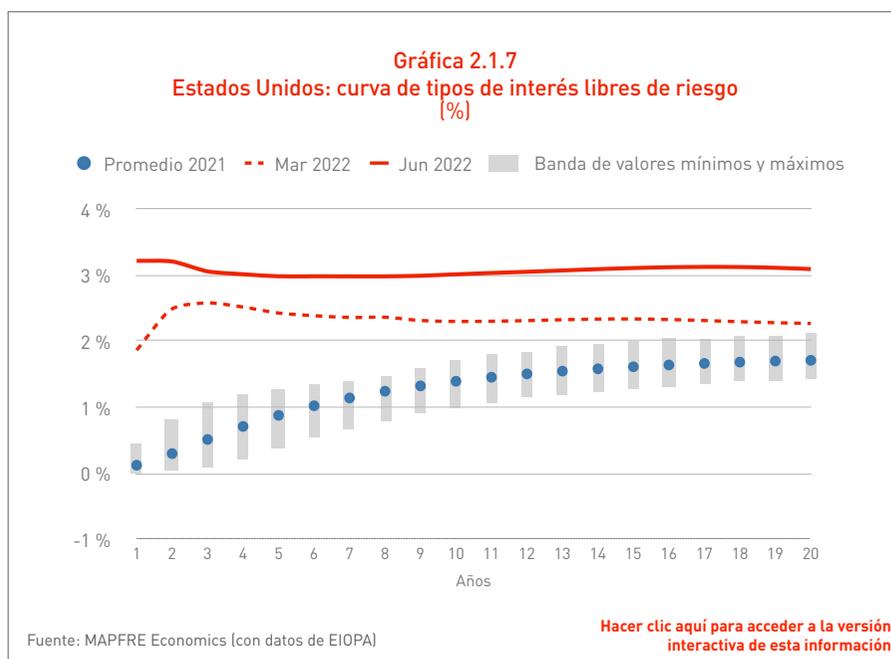
Respecto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, el Banco de Inglaterra continúa con su senda de endurecimiento de la política monetaria y ha vuelto a incrementar los tipos de interés en dos ocasiones en 25 pbs en los meses de mayo y junio, respectivamente, hasta alcanzar el 1,25%, a consecuencia del repunte de la inflación. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del cierre del mes de junio (véase la Gráfica 2.1.6) se vuelve a apreciar una subida significativa en todos los tramos de la curva, que queda notablemente por encima de

los niveles del trimestre anterior y de máximos alcanzados en el año previo, con un primer tramo en los vencimientos cortos (hasta dos años) que presenta todavía una pendiente positiva y un segundo tramo que presenta una inversión de la curva de tipos en los tramos medios y largo, con pendiente negativa. Así, la incertidumbre sobre la inflación y la futura orientación de la política monetaria continúa produciendo distorsiones en la curva de tipos. A pesar de poder ofrecer una prima por plazo positiva en vencimientos hasta dos años, el entorno de tipos de interés continúa siendo complicado para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales por los bajos niveles de los tipos de interés nominales, que quedan por debajo de la inflación generando un entorno de tipos de interés reales negativos. Por otro lado, el FTSE 100 continúa presentando caídas y una elevada volatilidad, lo que viene a complicar la comercialización de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy arraigados en este mercado.

### 2.1.7 Estados Unidos

Las expectativas de crecimiento de la economía de los Estados Unidos se han rebajado en 0,7 puntos porcentuales, hasta el 2,5%, en 2022 (5,7% en 2021). Se agrava el problema de las altas tasas de inflación por el aumento en el precio de la energía, los alimentos y los cuellos de botella en la oferta en una economía con un mercado laboral saturado y abundante liquidez en el sistema. De esta forma, la economía de los Estados Unidos sigue creciendo, pero se ralentiza y se espera que la desaceleración se extienda al año 2023, en el que se prevé un crecimiento del 1,4%. Este panorama de crecimiento económico continúa siendo favorable para el desarrollo del sector asegurador, aunque el deterioro del poder adquisitivo de los hogares y de los márgenes empresariales a consecuencia de la inflación, unido al efecto de la retirada de los estímulos fiscales y monetarios, puede terminar trasladándose al negocio y erosionar su rentabilidad, elevando la presión sobre los precios de los seguros.

En cuanto al negocio de Vida, el endurecimiento de la política monetaria ante el repunte de la inflación (8,6% en el mes de mayo) por parte de la Reserva Federal (que subió los tipos de interés 75 pbs en su reunión de junio y que ha indicado que podrían quedar en un rango entre el 3% y el 3,5% a finales de año) se ha visto reflejado en las últimas curvas de tipos del mes de diciembre producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7), en las que se aprecia una fuerte subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en todos los tramos de la curva, que queda significativamente por encima de los niveles máximos alcanzados en el año previo y en los que presentaba al cierre del mes de marzo. Por otra parte, se aprecia una pequeña inversión de la curva presentando una pendiente negativa hasta vencimientos a diez años. De esta manera, el entorno de tipos de interés continúa siendo complicado para la comercialización de productos de

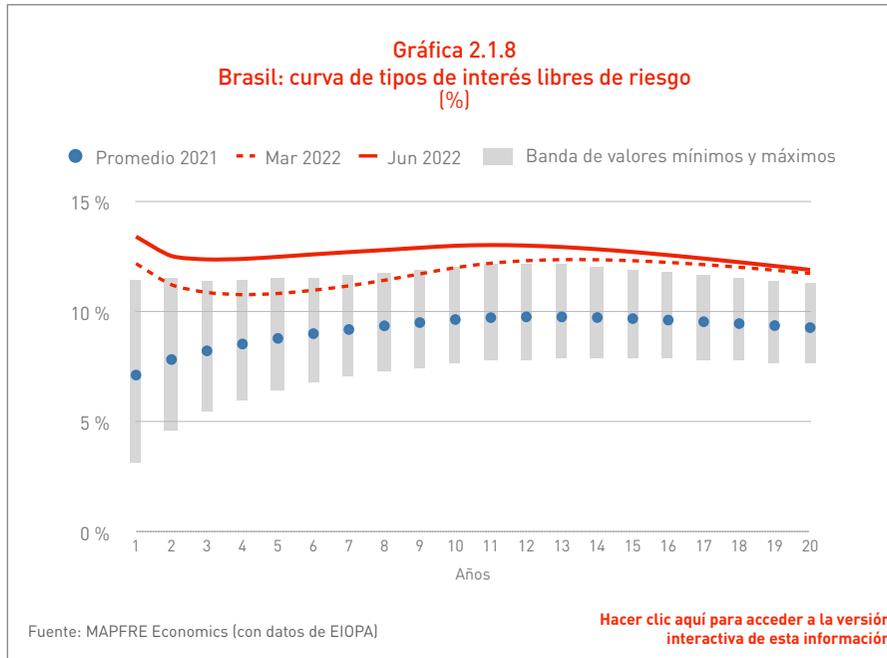


ahorro y de rentas vitalicias tradicionales con unos tipos de interés nominales que quedan por debajo de la inflación, generando un entorno de tipos de interés reales negativos, y sin poder ofrecer una prima por plazo positiva al estar la curva ligeramente invertida. Por otro lado, los mercados de renta variable están sometidos a una gran volatilidad y han sufrido caídas importantes desde principios de año (-20,6% en el caso del S&P500, en el primer semestre), lo que puede complicar la comercialización de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión.

### 2.1.8 Brasil

En el caso de Brasil, se mantienen las previsiones que apuntan a una desaceleración significativa de la economía a consecuencia del endurecimiento de la política monetaria, aunque mejoran ligeramente las expectativas con una previsión de crecimiento del PIB real en 2022 del 1,1% (4,9% en 2021, crecimiento atípico que llevó al PIB brasileño a superar el nivel previo a la irrupción de la pandemia). El crecimiento económico previsto para 2023, por su parte, es del 1,0%. La debilidad del crecimiento económico en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación puede ralentizar el crecimiento del mercado de los seguros de No Vida brasileño, tras la recuperación que experimentaron el año previo. Los problemas en las cadenas de suministros a nivel mundial continúan afectando a la producción de automóviles y a las nuevas matriculaciones de vehículos lo que seguirá pesando en el negocio de los seguros de autos.

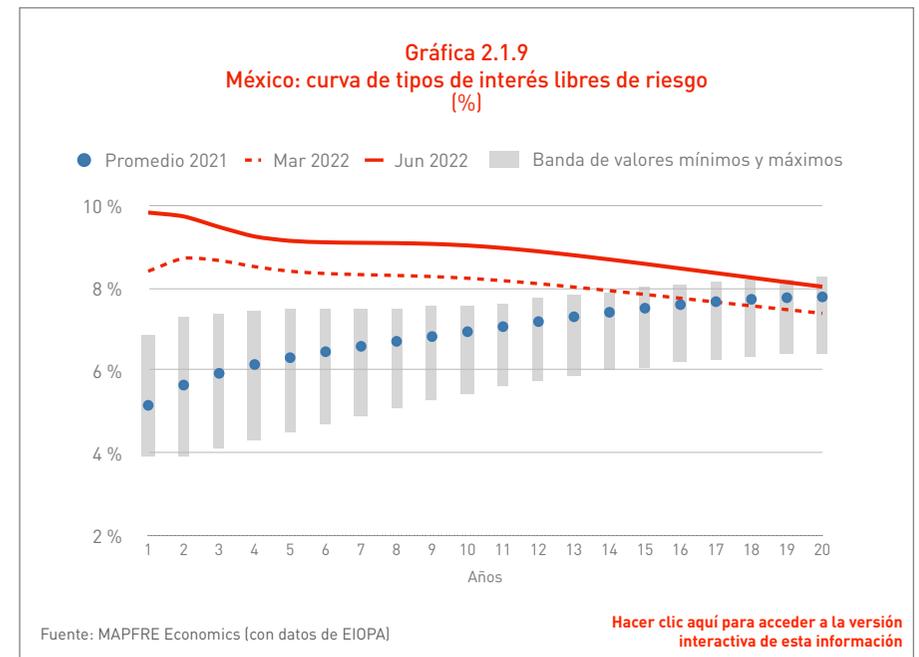
La inflación, por su parte, no termina de estar controlada (11,9% en el mes de junio), lo que ha obligado al banco central a endurecer su política monetaria con nuevas subidas de tipos de interés hasta alcanzar el 13,25% en el mes de junio (lo que supone un incremento de 1,5 pp desde el mes de marzo de este año y la décima subida desde el mes de marzo de 2021 en el que el tipo de interés se situaba en el 2%). Este entorno de



tipos de interés es favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, como instrumento utilizado por los hogares para protegerse contra el repunte de la inflación, aunque la erosión que produce en su renta disponible puede reducir su capacidad de ahorro. En las curvas de tipos de interés libre de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8) se observa un aplanamiento de la curva en el mes de junio, presentando una ligera pendiente negativa en sus primeros tramos, lo que puede favorecer el desarrollo de productos respaldados con bonos soberanos de vencimientos cortos (VGBL y PGBL), muy habituales en este mercado.

### 2.1.9 México

Se mantienen las estimaciones de crecimiento para la economía mexicana en el 1,6% (5,0% en 2021), con lo que no recuperará el nivel de PIB anterior a la crisis sino hasta 2023, año en el que se prevé un crecimiento del 1,9%. A pesar de la debilidad del crecimiento económico mexicano, la inflación no termina de estar controlada (7,99% en el mes de junio), erosionando el poder adquisitivo de los hogares y los márgenes empresariales en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación. Todo ello puede lastrar el desarrollo del negocio asegurador y su rentabilidad, poniendo presión sobre la tarificación de los productos de seguros.



Por otro lado, el aumento de la inflación ha llevado al Banco de México a elevar de nuevo el tipo de interés oficial en los meses de mayo y junio hasta el 7,75%, siendo esta la cuarta subida de tipos de 2022 (tras las cinco subidas de 2021). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9) puede apreciarse la subida de los tipos de interés libres de riesgo de mercado con una curva que presenta pendiente negativa en todos sus tramos. Este entorno de tipos de interés continúa siendo favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro, especialmente para productos con garantías de tipos a corto plazo y revisión de los tipos garantizados en cada renovación, por el alto nivel de los tipos de interés a corto plazo y la necesidad de protección de los ahorros frente a la elevada inflación, aunque la ralentización económica y la erosión en el poder adquisitivo de los hogares por el aumento acusado de los precios puede mermar su capacidad de ahorro, lo que continúa complicando el panorama para esta línea de negocio.

### 2.1.10 Argentina

Para el caso de Argentina, se han revisado ligeramente a la baja las estimaciones de crecimiento para la economía hasta el 2,8% en 2022 (frente al 10,3% de 2021, crecimiento atípico tras la caída del -9,9% de 2020). No obstante, se prevé que la economía argentina profundice su ralentización en 2023, año en el que se prevé un crecimiento del 0,8%. La inflación ha vuelto a repuntar hasta el 60,7% en el mes de mayo y la moneda continúa en su senda de depreciación, lo que sigue afectando de forma negativa en la rentabilidad de las compañías aseguradoras. Este entorno de la actividad puede favorecer el desarrollo del negocio asegurador en el corto plazo, pero la ralentización económica prevista junto con la alta inflación y la necesidad de implementar las reformas acordadas con el FMI vienen a ensombrecer el panorama asegurador en el medio plazo.

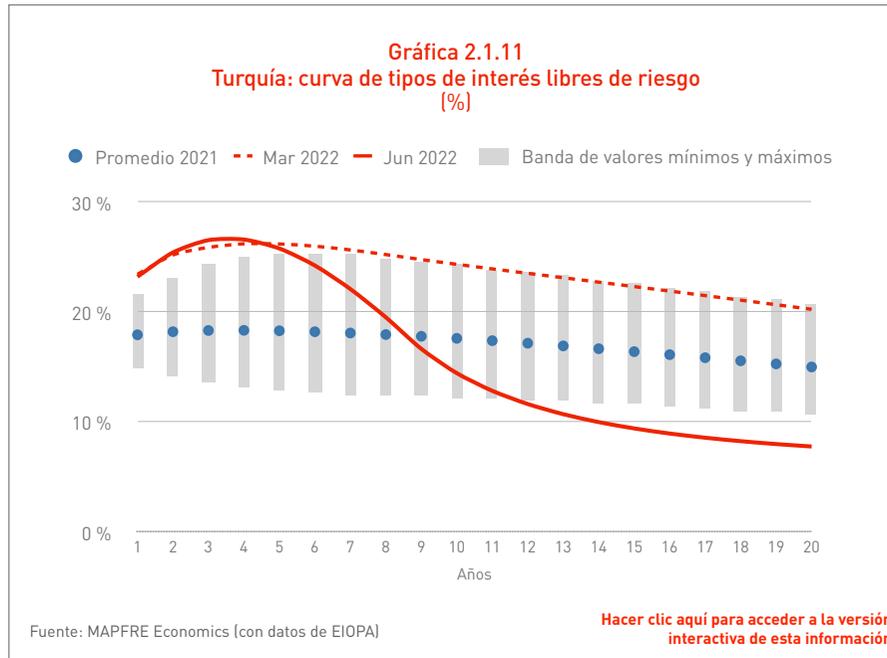
Por otro lado, el banco central ha vuelto a endurecer su política monetaria, revisando al alza el tipo de interés de referencia en dos

ocasiones en los meses de mayo y junio, hasta el 52%, todavía por debajo de la inflación en un entorno de tipos de interés negativos, lo que mejora el panorama por la subida de tipos pero continúa dificultando la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro que no pueden ofrecer tipos de interés suficientes para compensar la pérdida de poder adquisitivo a consecuencia de la alta inflación al no encontrar en el mercado activos financieros con una rentabilidad suficiente para respaldar este tipo de productos. La ralentización económica prevista y las subidas de tipos de interés vienen a complicar a su vez el panorama para el desarrollo del negocio de Vida riesgo.

### 2.1.11 Turquía

Se han revisado al alza las expectativas para la economía turca en 2022 con un crecimiento real del PIB estimado del 3,0% (frente al 11,0% de 2021), con una ligera desaceleración prevista en 2023 hasta el 2,7%. Esto supone una fuerte desaceleración frente al comportamiento excepcional de su economía en el año previo, en un entorno en que la inflación continúa aumentando de forma acelerada, lo que erosiona la renta disponible de los hogares y los márgenes empresariales, afectando de forma negativa al negocio y a la rentabilidad del sector asegurador. En la última reunión el banco central turco, se decidió continuar con su política de no aumentar los tipos de interés, profundizando en una situación de tipos de interés reales negativos y con fuertes depreciaciones del tipo de cambio que viene a alimentar la inflación por el encarecimiento de las importaciones, como viene observándose en anteriores trimestres. Todos estos factores afectan de forma negativa el negocio y rentabilidad del sector asegurador, en virtud del encarecimiento de los costes de siniestralidad y operativos a consecuencia de la inflación que no puede ser compensada con el margen financiero, poniendo presión sobre los precios de los seguros.

Como se indicó, el banco central turco mantuvo el tipo de interés oficial en su reunión del mes de abril en el 14%, a pesar del repunte de la inflación



(que alcanzó el 78,6% en el mes de junio). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11) puede observarse unos tipos de interés libres de riesgo de mercado que en vencimientos hasta cuatro años prácticamente se mantienen (por encima de los tipos máximos de 2021), con una curva que presenta pendiente positiva en ese tramo, para luego invertirse de forma acusada en vencimientos por encima de cuatro años. Esto continúa planteando un escenario de tipos de interés complejo a la hora de comercializar productos de seguros de Vida ahorro, dada la incertidumbre en cuanto al movimiento de los tipos a corto que continúan anclados a pesar del repunte de la inflación en unos niveles que quedan lejos de poder compensar la pérdida de poder adquisitivo que conlleva la alta tasa de inflación; todo ello supone que los intereses reales continúan siendo profundamente negativos. Sin embargo, el panorama es algo más

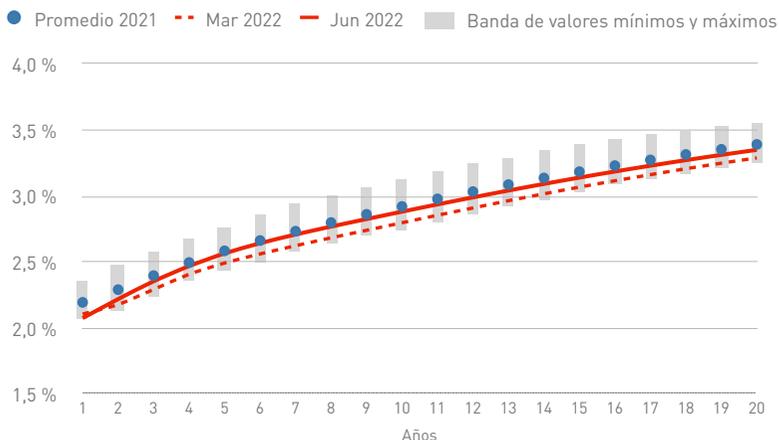
favorable para el negocio de Vida riesgo, por la mayor sensibilidad al riesgo de fallecimiento a consecuencia de la pandemia y de la guerra, en una economía que, si bien se está desacelerando, continúa presentando crecimiento y en la que las condiciones financieras favorables son un estímulo al endeudamiento para la adquisición de activos reales como protección frente a la inflación.

### 2.1.12 China

Nuevamente se han rebajado las expectativas de crecimiento económico en 2022 para la economía china en 0,8 puntos porcentuales, anticipando un crecimiento del PIB del 4,0% (frente al 8,1% de 2021) y del 5,1% para 2023. Se trata de una desaceleración significativa en el ritmo de crecimiento, en lo que influye los problemas a los que se enfrenta su mercado inmobiliario y la gestión de los actuales brotes pandémicos que ha llevado a nuevos confinamientos que afectan negativamente al consumo. Esta desaceleración en el crecimiento esperado en 2022 dibuja un panorama menos benigno para el sector asegurador de lo que venía siendo habitual.

En cuanto al entorno de tipos de interés, el repunte de la inflación en China a consecuencia del encarecimiento de los precios de la energía continúa siendo moderado (2,5% en el mes de junio), por lo que el banco central continúa aplicando una política monetaria acomodaticia y ha mantenido los tipos de interés en el 3,7% en su reunión de junio. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12), se observa que los tipos de interés libres de riesgo se encuentran bastante estabilizados y han experimentado una subida muy ligera en una curva que sigue presentando una pendiente positiva. Este entorno de estabilidad en los tipos de interés con una prima por plazo positiva es favorable para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto.

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

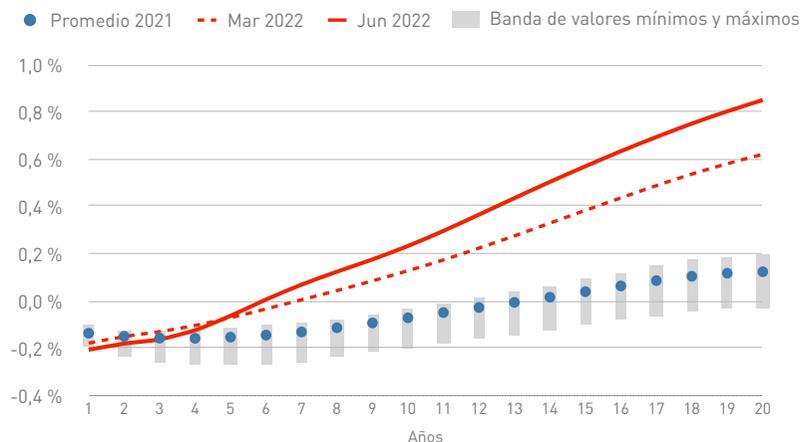
### 2.1.13 Japón

Se revisan a la baja las estimaciones de crecimiento de la economía japonesa en 2022 en 0,6 puntos porcentuales hasta situarse en el 1,8% (1,7% de 2021), alejándose la recuperación del nivel de PIB precrisis hasta 2023 en el que el crecimiento previsto se situaría en el 1,6%. Los problemas en las cadenas de suministro y los altos precios de la energía no se solucionan y seguirán retrasando la recuperación de la economía japonesa. A pesar de la revisión a la baja, la previsión de crecimiento económico supone una ligera aceleración basada en el consumo privado que se configura como el principal motor del crecimiento económico, lo

que, en general, continúa dibujando un entorno favorable para el desarrollo del sector asegurador.

Por su parte, el Banco de Japón ha decidido no alterar su política monetaria ultra acomodaticia en un entorno en el que la inflación sigue repuntando, situándose en el mes de mayo en el 2,5% (por encima de su objetivo del 2%). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13), se observa que la curva de tipos de interés libres de riesgo continúa ganando pendiente, presentando valores negativos para vencimientos hasta cinco años (frente a seis años del trimestre previo). Este incremento en la pendiente positiva de la curva permite ofrecer una prima por plazo mayor, lo cual favorece la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. Si bien los niveles de los tipos continúan relativamente bajos, el repunte de los tipos a medio y largo

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

plazo, notablemente superiores a los que venían siendo habituales, puede ser un buen estímulo para el desarrollo de las referidas líneas de negocio.

### 2.1.14 Filipinas

En Filipinas, se han revisado ligeramente a la baja las expectativas económicas para 2022, las cuales anticipan una aceleración en el crecimiento del PIB hasta el 6,5% (frente al 5,7% de 2021), superando así el nivel del PIB previo a la crisis. Para 2023, se prevé una cierta ralentización hasta el 5,0%, si bien sigue siendo un crecimiento robusto. El consumo privado y la inversión continúan presentando un buen comportamiento, lo que favorecerá el desarrollo del negocio asegurador con la ayuda del bajo nivel de penetración de los seguros en su economía. Sin embargo, el repunte de la inflación (6,1% en junio) y la depreciación de la moneda puede afectar de forma negativa a la rentabilidad de las entidades aseguradoras, al encarecer el coste de las reclamaciones, poniendo presión en el precio de los seguros.

En relación con los seguros de Vida, el Banco Central de Filipinas ha elevado el tipo de referencia de la política monetaria en 25 pbs en los meses de mayo y junio, hasta el 2,5%, por el repunte de la inflación. La rentabilidad del bono soberano a diez años se situaba ligeramente por encima del 7% a 31 de junio, con lo que la curva de tipos de interés sigue ganando pendiente positiva y con una mayor prima por plazo, situación que favorece la comercialización de los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder garantizar tipos a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto (por encima de la tasa de inflación en los tramos largos de la curva).

## 2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

### SFCR de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea

Durante el segundo trimestre de 2022, los principales grupos aseguradores de la Unión Europea (UE) han publicado su "Informe sobre la Situación Financiera y Solvencia" (*Solvency and Financial Condition Report*, SFCR) correspondiente al ejercicio de 2021. Se trata del sexto de estos informes que han sido divulgados por dichas entidades desde que se encuentra en vigor el marco armonizado de regulación de solvencia basado en riesgos (Solvencia II) en la UE<sup>5</sup>.

Uno de los principales cambios que fueron introducidos por la nueva normativa de solvencia europea consiste en la obligatoriedad de cálculo de un capital de solvencia obligatorio a nivel de grupo (en adelante SCR de grupo, por sus siglas en inglés, *Solvency Capital Requirement*), el cual se aplica a los grupos de entidades aseguradoras localizados en la UE. Antes de la entrada en vigor de Solvencia II, solo existía la obligación de calcular un capital regulatorio a nivel individual por parte de las entidades aseguradoras y, sobre esta base, se desarrollaba el control prudencial por parte de los supervisores nacionales. Además, se articulaba un control complementario para la supervisión de los grupos aseguradores centrado en la detección de operaciones intra-grupo que pudiesen dar lugar al doble cómputo de capitales en diversas entidades de un mismo grupo, o bien la existencia de riesgos adicionales que no resultasen visibles con el control a nivel individual. En el nuevo marco normativo aplicable al caso de los grupos aseguradores, se reproduce el esquema regulatorio basado en tres pilares que busca crear los incentivos para que no solamente las entidades aseguradoras se gestionen apropiadamente a nivel individual, sino también a nivel de los grupos de los que forman parte. De esta manera, se busca fortalecer el esquema normativo que tiene como propósito proteger los intereses de los asegurados y, al mismo tiempo, garantizar que el sector asegurador contribuya al buen desempeño económico y, por ende, a la estabilidad del sistema financiero.

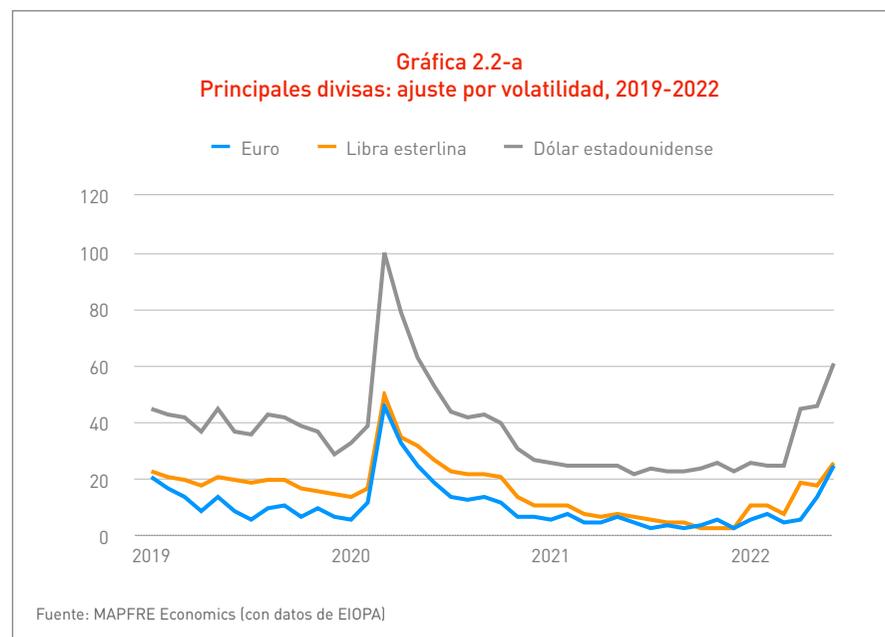
Dentro del esquema aplicable a los grupos aseguradores, el Pilar 1 está orientado a la determinación de los aspectos cuantitativos que preservan la posición de solvencia del grupo, definido bajo la propia normativa de solvencia y que, por lo tanto, puede diferir del perímetro de consolidación contable; el Pilar 2 busca mantener una adecuada gobernanza de los grupos aseguradores como un elemento adicional que apunte su desempeño y posición de solvencia, y finalmente el Pilar 3 tiene como objetivo elevar la transparencia y revelación de información de dichos grupos hacia el mercado.

En este contexto, atendiendo a la normativa aplicable al Pilar 3, los grupos de entidades aseguradoras deben publicar anualmente datos acerca de su posición financiera y de solvencia, suministrando información coherente, comparable y de alta calidad al mercado mediante la divulgación del SFCR de grupo. Con este ejercicio de transparencia, la regulación busca que los agentes económicos interesados cuenten con información que les permita comprender el riesgo implícito a nivel de los diferentes grupos aseguradores y, en esa medida, puedan valorar, desde una perspectiva agregada, las características de sus procesos de evaluación y gestión de riesgos, el nivel de suficiencia de las provisiones técnicas y fondos propios y, por tanto, su posición de solvencia.

### Análisis del comportamiento de los ratios de solvencia

En este apartado se presenta un análisis del comportamiento de los ratios de solvencia de los principales grupos aseguradores de la UE para 2021, incluyendo algunas comparaciones de la evolución de sus principales componentes respecto a 2020. Debe destacarse como parte de la evolución de este comportamiento que el ajuste de volatilidad en el ejercicio 2021 para las principales divisas en las que se materializan las inversiones de los grupos aseguradores europeos era ligeramente inferior al del inicio del ejercicio, sin grandes oscilaciones a lo largo del año, a diferencia de lo sucedido en 2020 en el que la irrupción de la pandemia elevó sustancialmente el nivel de incertidumbre como reflejan los ajustes

de volatilidad en ese ejercicio (véase la Gráfica 2.2-a). De esta forma, en el mes de marzo de 2020, el ajuste por divisa para el euro, el dólar estadounidense y la libra esterlina alcanzaron el máximo nivel al que se han encontrado estos indicadores desde que entró en vigor la normativa de Solvencia II, por el fuerte repunte de la volatilidad al que se encontraron expuestas las carteras de inversiones de los grupos aseguradores como resultado del inicio de la crisis producida por la pandemia. El ajuste refleja también el potente efecto que tuvieron los mensajes lanzados por el Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco de Inglaterra en el mes de marzo de 2020 al aprobar amplios programas de adquisición de activos, lo que supuso el recurso al uso masivo de medidas de política monetaria no convencionales para dotar de liquidez a los mercados de bonos (soberanos y corporativos).

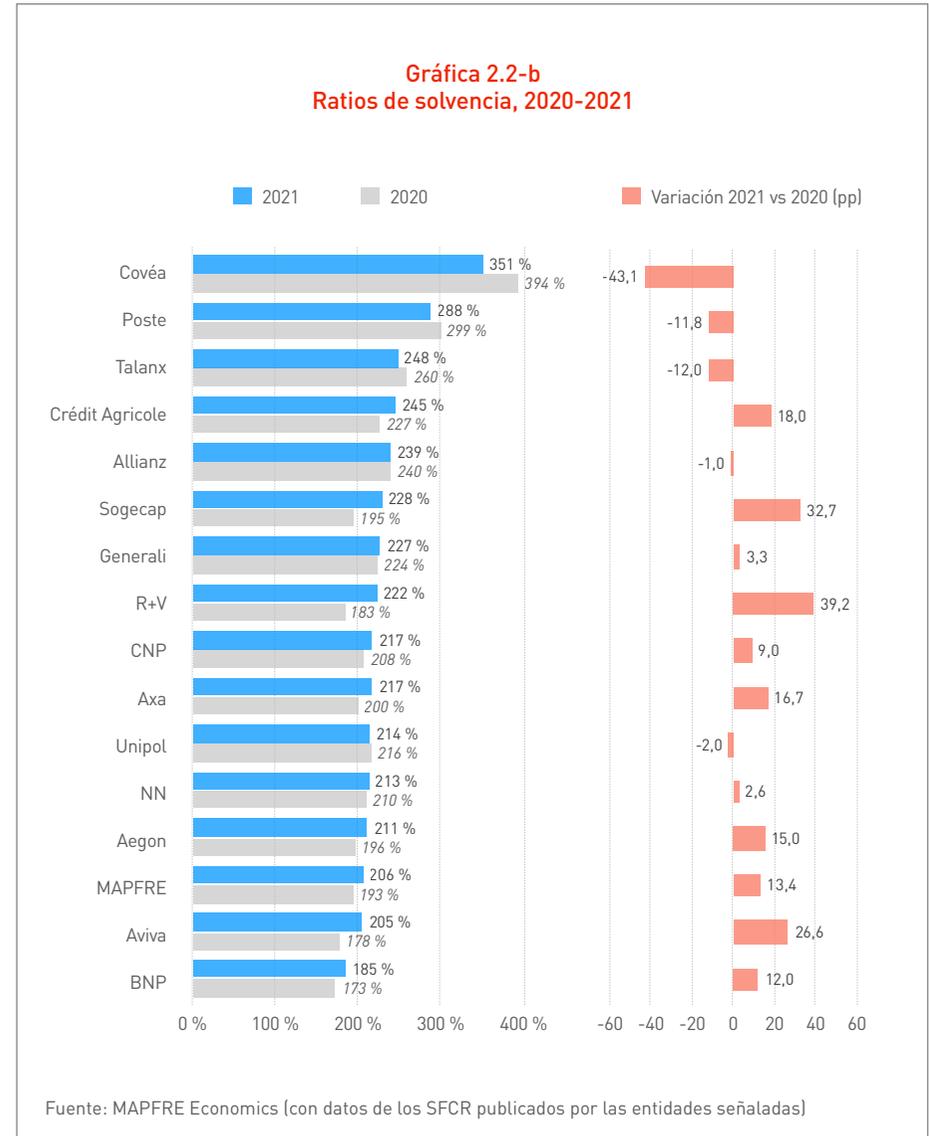


El análisis de la evolución del ajuste de volatilidad pone de relieve, asimismo, que el estallido de la guerra en Ucrania en febrero de 2022 y las sanciones impuestas a Rusia han vuelto a elevar el nivel de incertidumbre (aunque en menor medida que en los primeros momentos de la pandemia), poniendo de relieve una vez más la importancia de este ajuste como mecanismo para compensar (parcialmente) el efecto que esos repuntes puntuales de volatilidad de los mercados financieros pueden llegar a tener sobre la posición de solvencia de las entidades aseguradoras y sus grupos, teniendo en cuenta su naturaleza de inversores institucionales a medio y largo plazo.

### Ratios de solvencia

La Gráfica 2.2-b presenta los ratios de solvencia correspondientes al ejercicio 2021, publicados en los SFCR presentados en 2022 por los principales grupos aseguradores de la UE<sup>6</sup>. En la referida gráfica, dichos ratios se comparan con los que fueron publicados en su oportunidad respecto al ejercicio de 2020, así como la variación entre ambos años.

Como se desprende de esta información, Covéa sigue presentando el mayor ratio de solvencia con el 351% (frente al 394% de 2020), lejos de los demás grupos analizados, aunque es el que presenta el mayor retroceso en su ratio de solvencia en 2021 (-43,1 puntos porcentuales, pp), lo que se suma al del año previo. Por su parte, los grupos que han visto mayores incrementos en sus ratios de solvencia durante 2020-2021 fueron R+V y Sogecap, aumentando en 39,2 y 32,7 pp, respectivamente. De manera complementaria, la Tabla 2.2-a muestra la información de las principales cifras financieras y de solvencia correspondientes al ejercicio 2021, declaradas por los grupos aseguradores en sus respectivos SFCR. A partir de esta información, se observa que las primas totales en ese año para el conjunto de los grupos aseguradores de la UE incluidos en la muestra que sirve de base para este análisis ascendieron a 649,8 millardos de euros (598,2 en 2020), en tanto que las provisiones técnicas se situaron en 4,3 billones de euros (4,0 billones de



**Tabla 2.2-a**  
**Principales cifras financieras y de solvencia, 2021**  
(millones de euros)

	Primas	Provisiones técnicas	Fondos propios admisibles	SCR requerido	Ratio de solvencia
Allianz	141.327	854.159	98.388	41.205	238,8 %
Axa	97.133	534.143	61.961	28.595	216,7 %
CNP	31.668	452.300	39.100	18.000	217,2 %
Generali	75.825	451.399	50.622	22.288	227,1 %
Credit Agricole	36.548	359.495	34.327	14.025	244,8 %
Aviva	51.252	334.598	30.414	14.864	204,6 %
BNP	27.093	239.610	19.967	10.822	184,5 %
Aegon	22.309	177.582	19.431	9.226	210,6 %
Poste	17.574	151.439	12.677	4.409	287,5 %
Sogecap	15.766	150.811	10.846	4.762	227,7 %
Talanx	45.508	130.499	25.857	10.446	247,5 %
R+V	19.515	106.841	17.656	7.960	221,8 %
Covea	19.178	88.212	27.950	7.956	351,3 %
Nationale Nederlanden	14.312	172.778	20.927	9.840	212,7 %
UNIPOL	13.478	61.363	9.727	4.552	213,7 %
MAPFRE	21.374	30.531	9.302	4.508	206,3 %
<b>Total</b>	<b>649.859</b>	<b>4.295.760</b>	<b>489.152</b>	<b>213.458</b>	<b>229,2 %</b>

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

euros en 2020). Asimismo, los fondos propios totales se situaron en 489,2 millardos de euros (449,6 en 2020), en tanto que el SCR agregado sumó 213,5 millardos de euros (205,1 en 2020), dando como resultado un ratio de solvencia agregado de la muestra que se situó en el 229,2% (frente al 219,2% de 2020).

### Métodos de cálculo del SCR

La información relativa al método empleado por los grupos aseguradores considerados en este reporte para efectos del cálculo del SCR en 2021 se presenta en la Tabla 2.2-b. Conforme a esta información, de los 16 grupos analizados, 7 de ellos (CNP, Crédit Agricole, BNP, Sogecap, Poste, Covéa y R+V) emplearon la fórmula estándar, en tanto que los 9 restantes (Allianz, Axa, Generali, RSA, Aviva, Talanx, Aegon, MAPFRE y Nationale Nederlanden) utilizaron diferentes modalidades de modelos internos. Cabe destacar que ninguno de los grupos aseguradores analizados aplica un modelo interno puro para el cálculo del SCR. En general, los grupos que realizan algún tipo de modelización interna han optado por aplicar modelos internos parciales, combinando el cálculo de la fórmula estándar para determinados módulos con modelos internos para determinadas categorías de riesgos. De igual forma, puede señalarse que la mayor parte de los modelos internos que se emplean se concentran en los riesgos financieros (de mercado y de crédito) y de suscripción.

### Fondos propios admisibles

La Tabla 2.2-c presenta la información relativa a la calidad de los fondos propios admisibles de los que dispusieron para cubrir sus requerimientos de capital los diferentes grupos aseguradores considerados en este análisis. De acuerdo con esta información, a nivel agregado, el 86,1% de los fondos propios admisibles eran de máxima calidad o tier 1, el 12,4% tier 2 y el 1,6% correspondía al nivel tier 3.

Tabla 2.2-b  
Métodos de cálculo del SCR, 2021

	Fórmula estándar	Modelos Internos Parciales				
		Mercado	Crédito	Suscripción	Operacional	Otros
Allianz		✓	✓	✓	✓	✓
Axa		✓	✓	✓	✓	✓
Generali		✓	✓	✓		
Aviva		✓	✓	✓	✓	✓
Talanx		✓	✓	✓		
Crédit Agricole	✓					
CNP	✓					
BNP	✓					
Aegon		✓	✓	✓		✓
MAPFRE				✓		
R+V	✓					
Covea	✓					
Sogecap	✓					
NN		✓	✓	✓	✓	✓
UNIPOL		✓	✓	✓		
Poste	✓					

Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Estos porcentajes son similares a los que presentaba la muestra de grupos analizada en el estudio de 2020, aunque cabe señalar que la muestra es ligeramente diferente al entrar los grupos Nationale Nederlanden y Unipol en lugar de Groupama y RSA (que no habían publicado su SFCR de grupo de 2021 al momento de preparar este informe). Además, destacan también los grupos Talanx y R+V, para los cuales los fondos propios admisibles de máxima calidad son prácticamente del 100%. Para complementar esta información, las Gráficas 2.2-c, 2.2-d y 2.2-e ilustran una comparativa del importe de los fondos propios admisibles en relación con algunas magnitudes relevantes del balance y del negocio (activos, provisiones técnicas y primas) de los distintos grupos aseguradores considerados en el análisis, así como las variaciones registradas en esas referencias relativas con respecto a 2020. En la relación entre fondos propios y activos, destacan los casos de Covéa, MAPFRE y Talanx, con una proporción del 22,4%, 18,6% y 14,2%, respectivamente; en la relación entre los fondos propios y las provisiones técnicas, por su parte, las primeras tres posiciones son ocupadas también por Covéa, MAPFRE y Talanx, con una proporción del 31,7%, 30,5% y 19,8%, en cada caso; y finalmente, en la relación entre fondos propios y primas, Nationale Nederlanden, Covéa y CNP se sitúan en los primeros lugares, con el 146,2%, 145,7% y 123,5%, respectivamente.

### Medidas transitorias y de ajuste

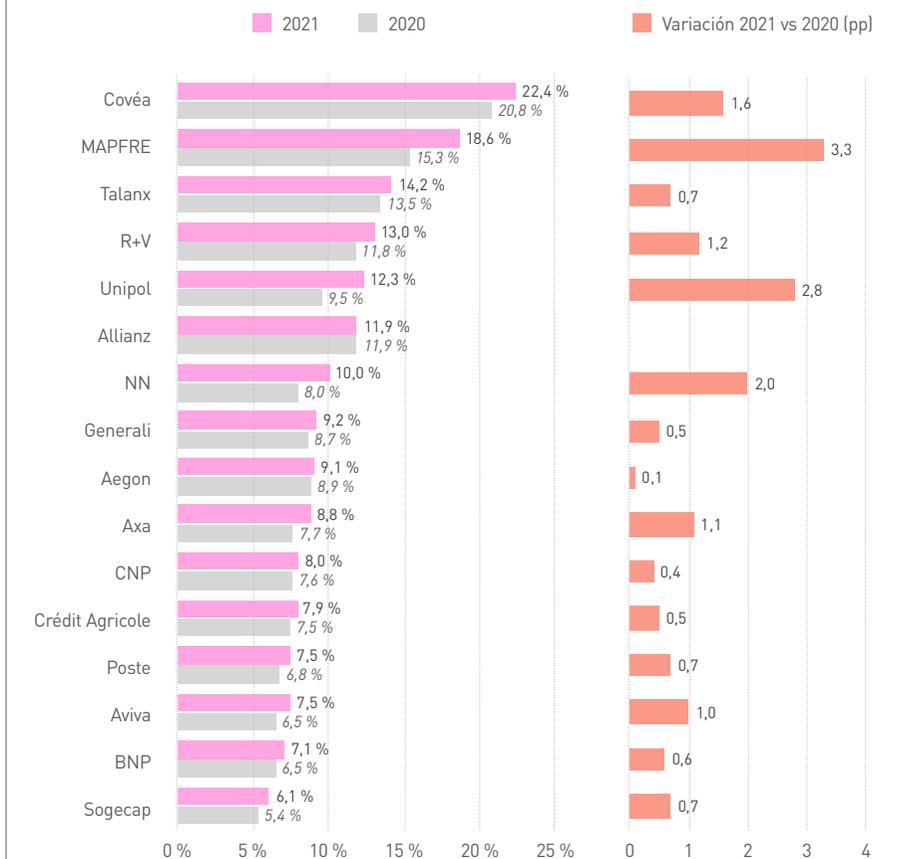
En el análisis del nivel de los ratios de solvencia de los grupos aseguradores, un aspecto relevante tiene que ver con el efecto derivado de las medidas transitorias y de ajuste que fueron introducidas en la Directiva de Solvencia II con el propósito de aliviar el potencial perjuicio para el negocio derivado de la existencia de carteras de productos con garantías a largo plazo. Este grupo de medidas establecieron un régimen transitorio amplio para la entrada vigor completa de Solvencia II, considerando la naturaleza de inversores institucionales a largo plazo que tienen las entidades aseguradoras y sus grupos, que pueden hacer frente a volatilidades de los mercados financieros, con incrementos de los

Tabla 2.2-c  
Calidad de los fondos propios admisibles, 2021

	Fondos propios admisibles	Tier 1		Tier 1r		Tier 2		Tier 3	
		miles de euros	(%)	miles de euros	(%)	miles de euros	(%)	miles de euros	(%)
Allianz	98.387.576	81.686.245	83,0 %	6.128.844	6,2 %	9.478.255	9,6 %	1.094.232	1,1 %
Axa	61.961.229	44.193.155	71,3 %	6.762.007	10,9 %	10.539.354	17,0 %	466.713	0,8 %
Generali	50.622.301	41.800.853	82,6 %	1.896.497	3,7 %	6.622.338	13,1 %	302.613	0,6 %
CNP	39.100.000	28.509.576	72,9 %	2.648.749	6,8 %	5.910.868	15,1 %	2.030.807	5,2 %
Crédit Agricole	34.326.866	27.293.417	79,5 %	1.852.661	5,4 %	5.146.799	15,0 %	33.989	0,1 %
Aviva	30.413.749	22.739.563	74,8 %	1.149.854	3,8 %	6.378.498	21,0 %	145.833	0,5 %
Covéa	27.950.094	27.925.969	99,9 %	16.125	0,1 %	8.000	0,0 %	0	0,0 %
Talanx	25.857.278	21.635.483	83,7 %	381.077	1,5 %	3.484.824	13,5 %	355.894	1,4 %
BNP	19.967.163	14.256.061	71,4 %	1.598.829	8,0 %	2.824.266	14,1 %	1.288.007	6,5 %
Aegon	19.431.378	14.044.291	72,3 %	2.364.352	12,2 %	2.347.956	12,1 %	674.778	3,5 %
R+V	17.656.133	17.640.433	99,9 %	500	0,0 %	15.200	0,1 %	0	0,0 %
NN	20.926.628	15.696.863	75,0 %	1.875.031	9,0 %	2.506.877	12,0 %	847.857	4,1 %
Poste	12.676.835	10.364.195	81,8 %	298.590	2,4 %	2.014.050	15,9 %	0	0,0 %
Sogecap	10.846.232	7.898.581	72,8 %	997.725	9,2 %	1.629.165	15,0 %	320.758	3,0 %
MAPFRE	9.301.520	8.131.490	87,4 %	0	0,0 %	1.170.030	12,6 %	0	0,0 %
Unipol	9.726.927	7.892.850	81,1 %	1.310.880	13,5 %	490.438	5,0 %	32.759	0,3 %
<b>TOTAL</b>	<b>489.151.909</b>	<b>391.709.025</b>	<b>80,1 %</b>	<b>29.281.722</b>	<b>6,0 %</b>	<b>60.566.918</b>	<b>12,4 %</b>	<b>7.594.241</b>	<b>1,6 %</b>

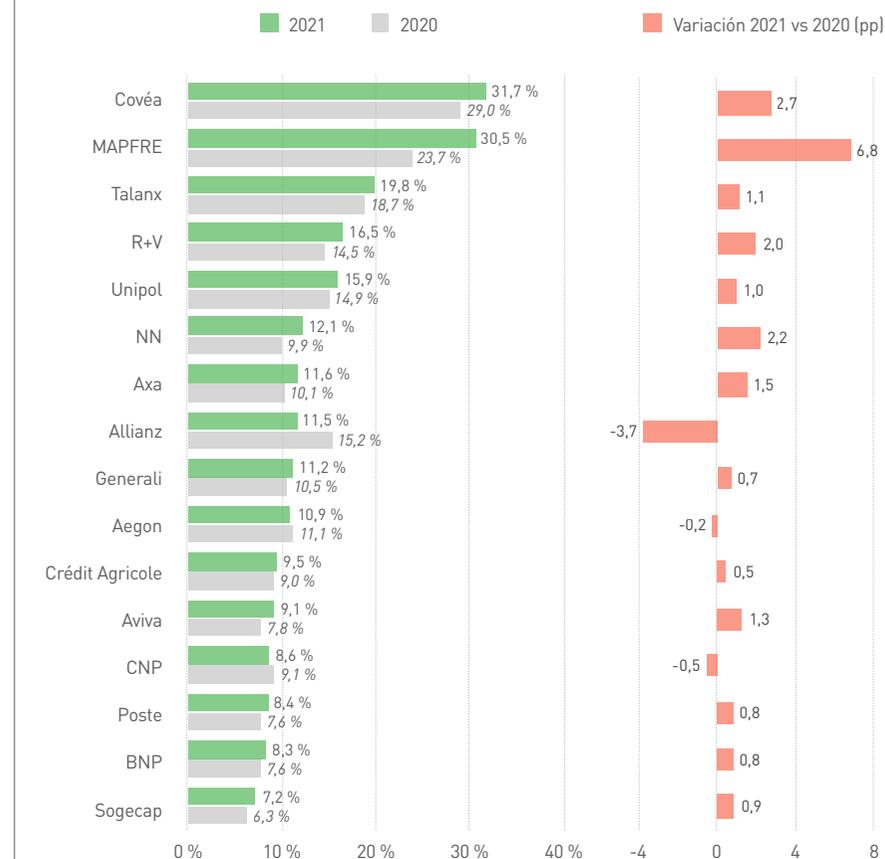
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2-c**  
**Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2021 y variación vs 2020**



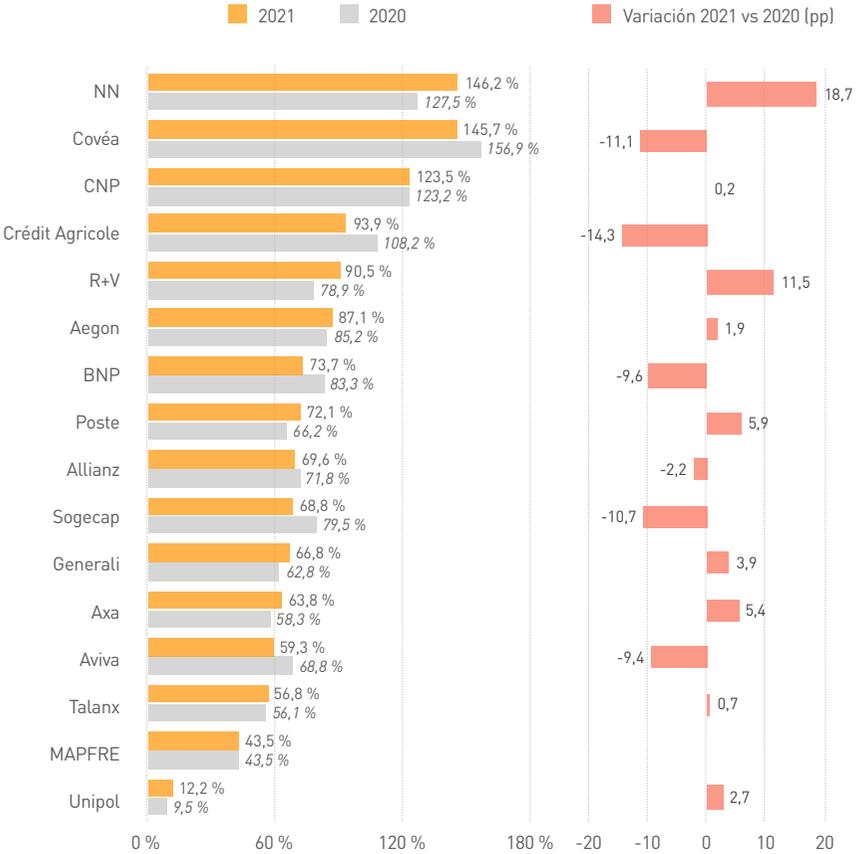
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2-d**  
**Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2021 y variación vs 2020**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2-e**  
**Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2021 y variación vs 2020**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

spreads de mercado, sin necesidad de realizar ventas forzadas (ajuste por volatilidad) y la adecuada gestión de riesgos activos-pasivos (ajuste por casamiento). De esta forma, dicho régimen transitorio ha permitido una transición suave hacia los requisitos del nuevo sistema, para los que decidan hacer uso del este.

De manera específica, las medidas adoptadas por la Directiva en este sentido fueron las siguientes. En primer término, la *medida transitoria de provisiones técnicas*, la cual permite diferir gradualmente la diferencia existente entre la provisión técnica estimada bajo los parámetros de Solvencia II y la calculada conforme a las anteriores normas de Solvencia I, en un plazo inicial de 16 años, hasta el 1 de enero de 2032 (habiendo transcurrido ya seis años). Cabe señalar que es aplicable solo a las carteras existentes en el momento de entrada en vigor del nuevo sistema, el 1 de enero de 2016. En segundo lugar, la *medida de ajuste por volatilidad* que permite corregir el tipo de interés de descuento de las provisiones técnicas para amortiguar los efectos de volatilidades puntuales en los diferenciales de las carteras de inversiones. Y, por último, la *medida de ajuste por casamiento entre activos y pasivos*, la cual permite, cumpliendo ciertos requisitos, ajustar la curva de descuento de las provisiones técnicas a aquellas entidades que mantienen activos de renta fija a vencimiento con similares duraciones a sus pasivos y, por tanto, no se encuentran expuestas a las oscilaciones de mercado de los diferenciales de los referidos activos.

**Impacto de las medidas transitorias y de ajuste**

Por su naturaleza, las medidas transitorias y de ajuste antes señaladas tienen un diferente efecto sobre el nivel de los fondos propios admisibles y el SCR y, por ende, sobre el ratio de solvencia de los grupos aseguradores. La dimensión de este impacto en cada caso tiene que ver, entre otros factores, con la estructura de la cartera de riesgos de cada grupo asegurador y con las características de su proceso de gestión de riesgos. Estos efectos fueron dados a conocer por cada uno de ellos en la

**Tabla 2.2-d**  
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste  
sobre los fondos propios, 2021  
(miles de euros)

	Fondos propios admisibles	Efecto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Efecto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Efecto en fondos propios por el ajuste por casamiento
Allianz	98.387.576	-12.425.138	4.326.482	
Axa	61.961.229		-1.101.417	
Generali	50.622.301	-101.288	-404.877	
CNP	39.100.000		-200.000	
Crédit Agricole	34.326.866		111.218	
Aviva	30.413.749	-4.033.946	-228.607	-7.339.214
Covéa	27.950.094		-18.477	
Talanx	25.857.278	-3.933.300	883.187	
NN	20.926.628	-361.613	-365.846	
BNP	19.967.163		-144.737	
Aegon	19.431.378		-171.299	-23.291
R+V	17.656.133	-5.096.482	6.676	
Poste	12.676.835	-1.100.015	-150.368	
Sogecap	10.846.232		-82.107	
Unipol	9.726.927		-45.846	
MAPFRE	9.301.520	-492.970	-10.700	-154.100

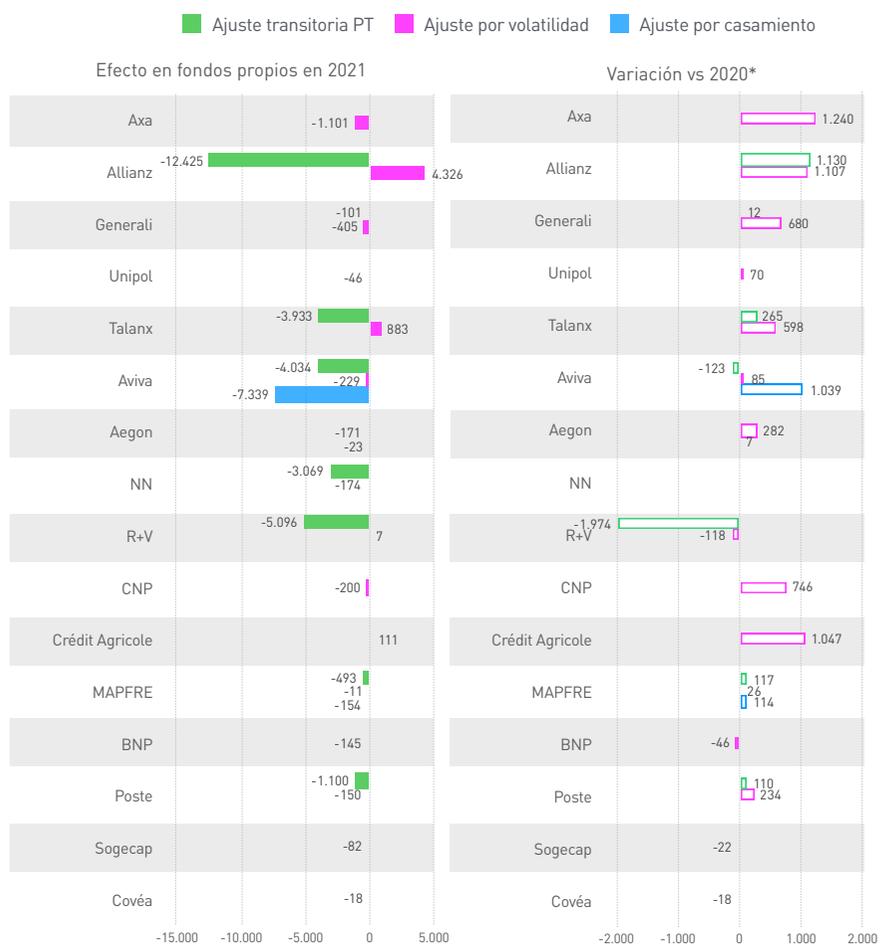
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Tabla 2.2-e**  
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste  
sobre el SCR, 2021  
(miles de euros)

	SCR requerido	Efecto en fondos propios por el ajuste transitoria PT	Efecto en fondos propios por el ajuste por volatilidad	Efecto en fondos propios por el ajuste por casamiento
Allianz	41.205.355		7.667.379	
Axa	28.595.076		9.074.415	
Generali	22.287.955	7.672	7.268.569	
CNP	18.000.000		100.000	
Aviva	14.864.247	1.035.224	104.914	7.382.580
Crédit Agricole	14.025.089		450.878	
BNP	10.821.613		65.243	
Talanx	10.445.827	87.152	2.563.152	
NN	9.840.015		1.153.197	
Aegon	9.226.080		1.261.873	59.845
R+V	7.960.272	325.838	9.887	
Covéa	7.955.877		28.363	
Sogecap	4.762.413		31.802	
MAPFRE	4.507.770	-690	-220	-108.880
Unipol	4.551.621		7.312	
Poste	4.409.171		49.345	

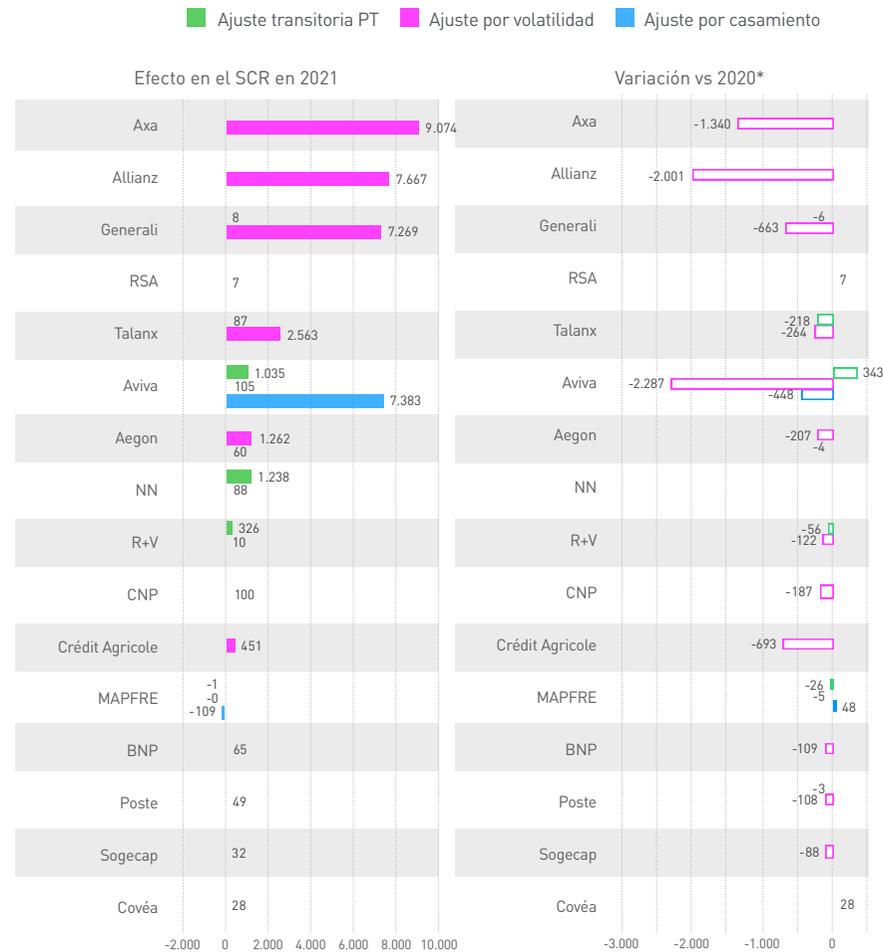
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

**Gráfica 2.2-f**  
**Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2021**  
 (millones de euros)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)  
 \* La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

**Gráfica 2.2-g**  
**Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2021**  
 (millones de euros)



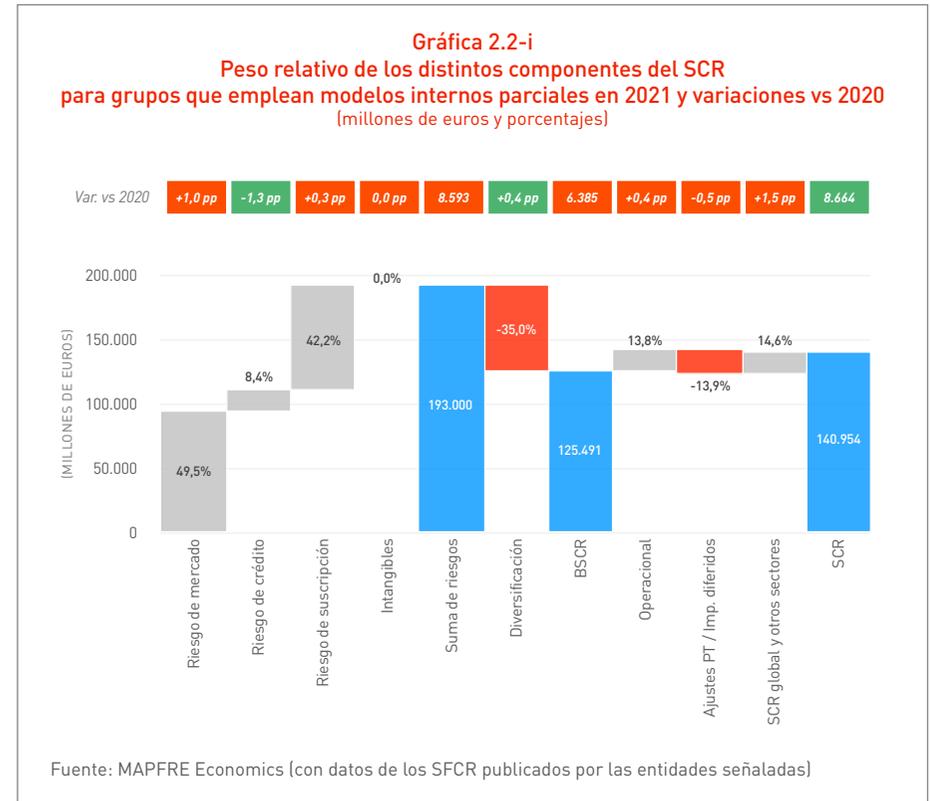
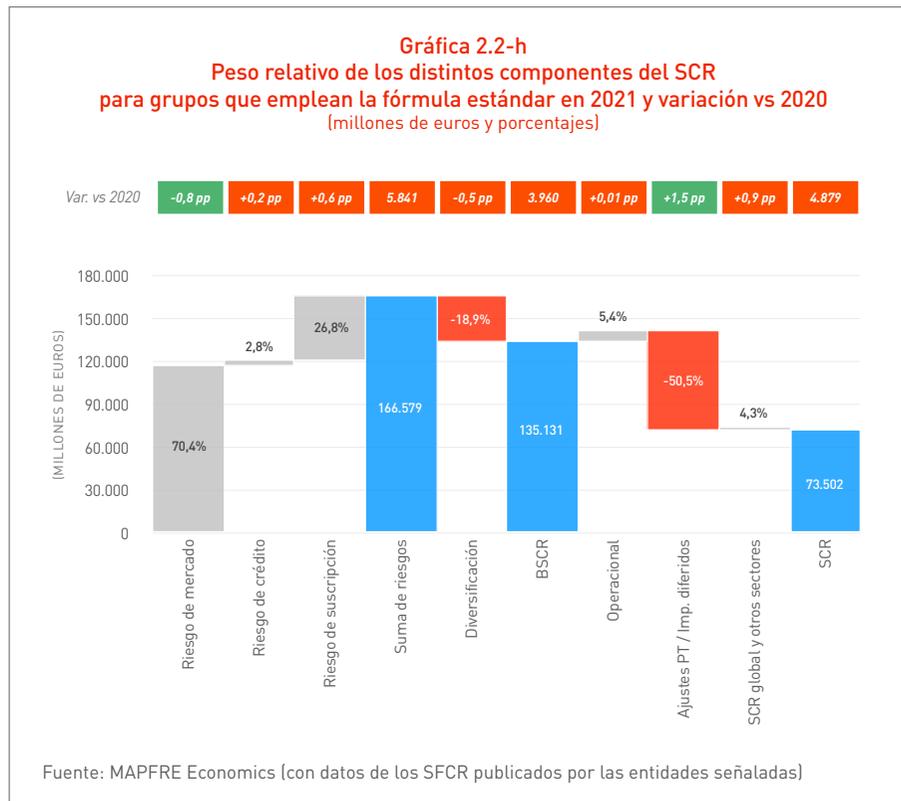
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)  
 \* La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

publicación del SFCR respectivo, y se presentan en las Tablas 2.2-d y 2.2-e. De igual forma, dichos impactos se ilustran (junto con su variación respecto a 2020) en las Gráficas 2.2-f y 2.2-g.

### Peso relativo de los componentes del SCR

Por último, las Gráficas 2.2-h y 2.2-i ilustran la composición agregada de los distintos módulos y demás componentes del SCR en 2021 para los grupos aseguradores analizados en este reporte, distinguiendo entre

aquellos que calculan el SCR a partir del empleo de la fórmula estándar y los que utilizan diferentes modalidades de modelos internos para ese propósito. Para el caso de los grupos aseguradores que calculan el SCR empleando la fórmula estándar (Gráfica 2.2-h), se observa que entre 2020 y 2021 se registró una reducción en el peso relativo del módulo de riesgo de mercado (-0,8 pp) y un aumento correlativo de los módulos de suscripción (+0,6 pp) y de crédito (+0,2 pp). Asimismo, para este subconjunto de grupos aseguradores, se registra una reducción del efecto positivo de la diversificación (-0,48 pp) con relación al observado el año previo. Finalmente, respecto a 2020, se observa un mayor beneficio



relativo derivado de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos (+1,45 pp).

Por lo que se refiere al subconjunto compuesto por los grupos aseguradores que emplean diferentes modalidades de modelos internos (Gráfica 2.2-i), se observa que, entre 2020 y 2021, se presentó una reducción en el peso relativo del componente de riesgo de crédito (-1,28 pp), mientras que el componente de riesgo de mercado registra un aumento respecto al año previo (+1,02 pp), al igual que ocurrió con el riesgo de suscripción (+0,26 pp). Por otro lado, en este subconjunto se registró en 2021 un aumento de los beneficios derivados de la diversificación (+0,43 pp) y un aumento del peso del riesgo operacional (+0,37 pp). Finalmente, respecto al efecto de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas y de los impuestos

diferidos, es conveniente recordar que en el caso de los grupos aseguradores que aplican modelos internos, dicha métrica está mostrando solo el efecto de los ajustes que han sido modelizados, pero no incorporados a otros componentes del SCR.

## Tablas: escenarios de previsiones macroeconómicas

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

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

Fuente: MAPFRE Economics

<sup>1</sup>Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,4	1,8	1,2	4,7	7,6	2,9
Eurozona	1,8	1,2	0,3	2,6	6,7	2,6
Alemania	1,7	1,4	0,5	3,1	6,9	2,7
Francia	2,1	1,3	0,5	2,1	4,1	1,8
Italia	1,1	0,6	-0,1	1,9	6,7	2,9
España	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,2	3,6
Reino Unido	2,5	1,8	0,9	2,6	8,7	4,5
Japón	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,1	0,3
Mercados emergentes	4,9	5,1	5,2	5,9	8,7	6,5
América Latina	6,6	7,7	6,4	9,8	11,2	8,0
México	4,9	3,6	3,4	5,7	7,3	4,5
Brasil	3,7	3,7	3,2	8,3	11,0	7,5
Argentina	34,3	53,5	42,0	48,4	62,0	43,5
Emergentes europeos <sup>1</sup>	6,4	6,6	5,3	9,5	27,1	18,1
Turquía	16,3	15,2	12,3	19,6	69,7	29,3
Asia Pacífico	2,5	2,9	2,4	1,2	2,8	2,8
China	2,1	2,9	2,5	0,9	2,2	2,3
Indonesia	3,3	2,8	2,0	1,6	3,7	3,1
Filipinas	5,3	2,4	2,4	3,9	5,8	3,6
Mundo	3,6	3,5	3,2	4,7	7,4	4,8

Escenario Estresado (EE)						
2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)	
2,4	1,8	1,2	4,7	8,1	5,3	
1,8	1,2	0,3	2,6	6,9	3,4	
1,7	1,4	0,5	3,1	8,0	9,9	
2,1	1,3	0,5	2,1	5,1	2,0	
1,1	0,6	-0,1	1,9	8,4	12,4	
1,7	0,7	-0,3	3,1	8,8	7,0	
2,5	1,8	0,9	2,6	9,8	9,8	
1,0	0,5	0,0	-0,2	2,3	2,8	
4,9	5,1	5,2	5,9	9,7	6,7	
6,6	7,7	6,4	9,8	12,2	8,2	
4,9	3,6	3,4	5,7	7,4	6,2	
3,7	3,7	3,2	8,3	11,9	11,8	
34,3	53,5	42,0	48,4	64,0	50,5	
6,4	6,6	5,3	9,5	28,1	18,3	
16,3	15,2	12,3	19,6	72,9	35,9	
2,5	2,9	2,4	1,2	3,4	3,9	
2,1	2,9	2,5	0,9	2,5	5,3	
3,3	2,8	2,0	1,6	4,2	5,9	
5,3	2,4	2,4	3,9	6,3	6,3	
3,6	3,5	3,2	4,7	8,4	5,0	

Fuente: MAPFRE Economics

<sup>1</sup>Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021 <sub>(e)</sub>	2022 <sub>(p)</sub>	2023 <sub>(p)</sub>
Estados Unidos	2,69	1,92	0,93	1,52	3,20	2,88
Eurozona	1,17	0,32	-0,19	0,32	1,91	2,02

Escenario Estresado (EE)					
2018	2019	2020	2021 <sub>(e)</sub>	2022 <sub>(p)</sub>	2023 <sub>(p)</sub>
2,69	1,92	0,93	1,52	3,53	3,98
1,17	0,32	-0,19	0,32	2,57	3,40

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021 <sub>(e)</sub>	2022 <sub>(p)</sub>	2023 <sub>(p)</sub>
USD-EUR	0,87	0,89	0,81	0,88	0,95	0,93
EUR-USD	1,15	1,12	1,23	1,13	1,05	1,07
GBP-USD	1,28	1,32	1,36	1,35	1,21	1,24
USD-JPY	110,83	109,12	103,54	115,00	128,33	115,60
USD-CNY	6,88	6,99	6,52	6,35	6,70	6,47

Escenario Estresado (EE)					
2018	2019	2020	2021 <sub>(e)</sub>	2022 <sub>(p)</sub>	2023 <sub>(p)</sub>
0,87	0,89	0,81	0,88	0,98	0,99
1,15	1,12	1,23	1,13	1,02	1,01
1,28	1,32	1,36	1,35	1,16	1,17
110,83	109,12	103,54	115,00	132,38	120,18
6,88	6,99	6,52	6,35	7,05	6,64

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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

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

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

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

Fuente: MAPFRE Economics  
 Fecha de cierre de previsiones: 12 julio 2022.

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



# Índice de gráficas, tablas y recuadros

## Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: tendencias de las cadenas de suministro . . . . .	12
Gráfica 1.1.1-b	Global: futuros diarios de la base financiera de la energía . . . . .	12
Gráfica 1.1.1-c	Global: índice de precios de alimentos . . . . .	12
Gráfica 1.1.1-d	Global: evolución de la volatilidad . . . . .	12
Gráfica 1.1.1-e	Mercados desarrollados: comportamiento de los PMIs . . . . .	13
Gráfica 1.1.1-f	Mercados emergentes: comportamiento de los PMIs . . . . .	13
Gráfica 1.1.1-g	Alemania: evolución de la balanza comercial . . . . .	23
Gráfica 1.1.1-h	Estados Unidos: índice del valor del dólar contra otras divisas . . . . .	23
Gráfica 1.1.1-i	Estados Unidos: confianza del consumidor . . . . .	24
Gráfica 1.1.1-j	Estados Unidos: desempleo . . . . .	24
Gráfica 1.1.1-k	China: comportamiento de los PMIs . . . . .	24
Gráfica 1.1.1-l	Materias primas . . . . .	24
Gráfica 1.1.2-a	Escenario base: PIB e inflación . . . . .	29
Gráfica 1.1.2-b	Shock: precio del petróleo . . . . .	30
Gráfica 1.1.2-c	Shock: PIB real (índice), escenario estresado . . . . .	30
Gráfica 1.1.2-d	Shock: PIB inflación (a/a), escenario estresado . . . . .	31
Gráfica 1.1.3-a	Balace de riesgos de corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales . . . . .	32
Gráfica 1.1.3-b	Global: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . .	35
Gráfica 1.1.3-c	Países desarrollados: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . .	36
Gráfica 1.1.3-d	Países emergentes: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 vs índice de restricción . . . . .	36
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	38
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	38

Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	40
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	40
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	43
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	43
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	45
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	45
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	47
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	47
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	49
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	49
Gráfica 1.2.7-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	51
Gráfica 1.2.7-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	51
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	53
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	53
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	55
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	55
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	57
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	57
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	59
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	59
Gráfica 1.2.12-a	China: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	61
Gráfica 1.2.12-b	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	61
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	63
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	63
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB . . . . .	65
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica . . . . .	65
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	68
Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	71
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	72
Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	73
Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	73
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	75

Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	76
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo . . . . .	76
Gráfica 2.2-a	Principales divisas: ajuste por volatilidad, 2019-2022 . . . . .	78
Gráfica 2.2-b	Ratios de solvencia, 2020-2021 . . . . .	79
Gráfica 2.2-c	Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2021 y variación vs 2020 . . . . .	83
Gráfica 2.2-d	Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2021 y variación vs 2020 . . . . .	83
Gráfica 2.2-e	Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2021 y variación vs 2020 . . . . .	84
Gráfica 2.2-f	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2021 . . . . .	86
Gráfica 2.2-g	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2021 . . . . .	86
Gráfica 2.2-h	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean la fórmula estándar en 2021 y variación vs 2020 . . . . .	87
Gráfica 2.2-i	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean modelos internos parciales en 2021 y variaciones vs 2020 . . . . .	87

## Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos . . . . .	38
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos . . . . .	40
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos . . . . .	43
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos . . . . .	45
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	47
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos . . . . .	49
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos . . . . .	51
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos . . . . .	53
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos . . . . .	55
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos . . . . .	57
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos . . . . .	59
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos . . . . .	61
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos . . . . .	63

Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos . . . . .	65
Tabla 2.2-a	Principales cifras financieras y de solvencia, 2021 . . . . .	80
Tabla 2.2-b	Métodos de cálculo del SCR, 2021 . . . . .	81
Tabla 2.2-c	Calidad de los fondos propios admisibles, 2021 . . . . .	82
Tabla 2.2-d	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2021 . . . . .	85
Tabla 2.2-e	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2021 . . . . .	85
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto . . . . .	89
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación . . . . .	90
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años . . . . .	91
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio . . . . .	91
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia . . . . .	91

**Recuadros**

Recuadro 1.1.1-a	REPowerEU: más retos que certezas . . . . .	14
Recuadro 1.1.1-b	Actualización de política monetaria . . . . .	17
Recuadro 1.1.1-c	Volatilidad cambiaria emergente . . . . .	25

## Referencias

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

2/ La definición tradicional de NBER implica una reducción significativa de la actividad económica que se extiende a lo largo de la economía y que tiene una duración que va más allá de unos cuantos meses, contra la definición tradicional que la limita a dos trimestres consecutivos de caída económica.

3/ Importe que quedó disponible al haber países que, como España, solo utilizaron los fondos que no tendrán que devolverse y rechazaron aquellos en forma de préstamo. El caso de España es muy peculiar, ya que en el momento más agudo en que se pretende que las eléctricas participen de este esfuerzo de transformación se está planteando aumentar la tributación fiscal del sector.

4/ Con relación a las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas a partir de la información de EIOPA, pueden visualizarse otros meses y divisas en el gráfico interactivo que se indica en cada una de las gráficas de esta sección del informe.

5/ Los Informes sobre la Situación Financiera y Solvencia (SFCR) correspondientes al año 2021 que sirvieron de base para la preparación de este informe, fueron consultados, en su oportunidad, en los siguientes enlaces:

Allianz: [https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz\\_com/investor-relations/en/results-reports/sfcr/2022/en-Allianz-Group-SFCR-2021.pdf](https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/investor-relations/en/results-reports/sfcr/2022/en-Allianz-Group-SFCR-2021.pdf)

Axa: [https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com/671c9b43-1d97-4f94-b64c-ff4150dfa8ec\\_axa\\_sfcr\\_2021\\_va.pdf](https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com/671c9b43-1d97-4f94-b64c-ff4150dfa8ec_axa_sfcr_2021_va.pdf)

CNP: <https://www.cnp.fr/en/cnp/content/download/10431/file/CNP-Assurances-SFCR-Groupe-2021-EN.pdf>

Generali: [https://www.generali.com/doc/jcr:b69ae136-4c01-443c-a141-db6d8b68c623/SFCR%20GRUPPO%202021%20ENG.pdf/lang:en/SFCR\\_GRUPPO\\_2021\\_ENG.pdf](https://www.generali.com/doc/jcr:b69ae136-4c01-443c-a141-db6d8b68c623/SFCR%20GRUPPO%202021%20ENG.pdf/lang:en/SFCR_GRUPPO_2021_ENG.pdf)

Crédit Agricole: [https://www.ca-assurances.com/previewPDF/26596/CAA%20-%20SFCR\\_2021\\_FR.pdf](https://www.ca-assurances.com/previewPDF/26596/CAA%20-%20SFCR_2021_FR.pdf)

Aviva: <https://static.aviva.io/content/dam/aviva-corporate/documents/investors/pdfs/regulatoryreturns/2021/31%20Dec%2021%20Aviva%20plc%20Group%20SFCR.pdf>

BNP: [https://www.bnpparibascardif.com/c/document\\_library/get\\_file?uuid=201104b1-4b10-b7e3-dbd0-53ba4c64edb8&groupId=348001](https://www.bnpparibascardif.com/c/document_library/get_file?uuid=201104b1-4b10-b7e3-dbd0-53ba4c64edb8&groupId=348001)

Aegon: <https://www.aegon.com/contentassets/db4477ad6df34e1fa80a1cf928169d4f/2021-sfcr-aegon-group.pdf>

Poste: [https://www.poste.it/files/1476561715657/RelazioneUnicaSolvibilita\\_CondizioneFinanziaria\\_31122021.pdf](https://www.poste.it/files/1476561715657/RelazioneUnicaSolvibilita_CondizioneFinanziaria_31122021.pdf)

Sogecap: [https://www.assurances.societegenerale.com/uploads/tx\\_bisgnews/SFCR\\_SOGECAP\\_2021\\_VF.pdf](https://www.assurances.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/SFCR_SOGECAP_2021_VF.pdf)

Talanx: <https://www.talanx.com/media/Files/investor-relations/pdf/geschaeftsberichte/risikoberichte/2021-SFCR-HDI-GRUPPE-EN.pdf>

R+V: <https://www.ruv.de/dam/jcr:cae3f48d-41ec-4fcb-be19-458be4184770/2021-SFCR-Gruppe.pdf>

Covéa: [https://www.covea.eu/sites/default/files/2022-06/sfcr\\_covea\\_2021\\_synthese\\_bilingue\\_anglais\\_italien.pdf](https://www.covea.eu/sites/default/files/2022-06/sfcr_covea_2021_synthese_bilingue_anglais_italien.pdf)

Nationale Nederlanden: <https://www.nn-group.com/nn-group/file?uuid=b20d6f94-e5ba-4e0f-a0fc-1cfffabd1540&owner=84c25534-c28a-4a64-9c78-5cc1388e4766&contentid=11878>

Unipol: [https://www.unipol.it/sites/corporate/files/document\\_attachments/sfcr\\_ug\\_2021\\_en.pdf](https://www.unipol.it/sites/corporate/files/document_attachments/sfcr_ug_2021_en.pdf)

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/media/accionistas/2022/2021-sfcr-grupo-mapfre.pdf>

Y los correlativos a 2020, contra los cuales se comparan los datos, fueron consultados en los enlaces siguientes:

Allianz: [https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz\\_com/investor-relations/en/results-reports/sfcr/2021/en-Allianz-Group-SFCR-2020.pdf](https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/investor-relations/en/results-reports/sfcr/2021/en-Allianz-Group-SFCR-2020.pdf)

Axa: [https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com/d87a089b-4f7b-42d9-8167-65168a7f7937\\_axa\\_sfcr\\_2020\\_va.pdf](https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com/d87a089b-4f7b-42d9-8167-65168a7f7937_axa_sfcr_2020_va.pdf)

CNP: <https://www.cnp.fr/en/cnp/content/download/9644/file/CNP-Assurances-SFCR-Groupe-2020-VA.pdf>

Generali: [https://www.generali.com/doc/jcr:51062ddb-528c-468c-bf91-d2947a5fdbba/SFCR%20Generali%20Group%202020%20ENG.PDF/lang:en/SFCR\\_Generali\\_Group\\_2020\\_ENG.PDF](https://www.generali.com/doc/jcr:51062ddb-528c-468c-bf91-d2947a5fdbba/SFCR%20Generali%20Group%202020%20ENG.PDF/lang:en/SFCR_Generali_Group_2020_ENG.PDF)

Crédit Agricole: [https://www.ca-assurances.com/previewPDF/22096/CAA\\_%20SFCR%202020\\_FR.pdf](https://www.ca-assurances.com/previewPDF/22096/CAA_%20SFCR%202020_FR.pdf)

Aviva: <https://static.aviva.io/content/dam/aviva-corporate/documents/investors/pdfs/regulatoryreturns/2020/aviva-plc-group-sfcr-2020.pdf>

BNP: [https://www.bnpparibascardif.com/c/document\\_library/get\\_file?uuid=b51fc835-3394-801c-702d-0e930809a7b4&groupId=348001](https://www.bnpparibascardif.com/c/document_library/get_file?uuid=b51fc835-3394-801c-702d-0e930809a7b4&groupId=348001)

Aegon: <https://www.aegon.com/contentassets/93133cb175974c9eb139d0b00bf6455e/2020-sfcr-aegon-group.pdf>

Poste: [https://www.poste.it/files/1476538733185/RelazioneUnicaSolvibilita\\_CondizioneFinanziaria\\_31122020.pdf](https://www.poste.it/files/1476538733185/RelazioneUnicaSolvibilita_CondizioneFinanziaria_31122020.pdf)

Sogecap: [https://www.assurances.societegenerale.com/uploads/tx\\_bisgnews/SOGECAP\\_SFCR\\_2020\\_02.pdf](https://www.assurances.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/SOGECAP_SFCR_2020_02.pdf)

Talanx: [https://www.talanx.com/media/Files/investor-relations/pdf/geschaeftsberichte/risikoberichte/2020\\_sfcr\\_hdi\\_gruppe\\_en-2.pdf](https://www.talanx.com/media/Files/investor-relations/pdf/geschaeftsberichte/risikoberichte/2020_sfcr_hdi_gruppe_en-2.pdf)

R+V: <https://www.ruv.de/dam/jcr:228f74ff-e273-4542-8bf8-f3b3faf79034/2020-SFCR-Gruppe.pdf>

Covéa: [https://www.covea.eu/sites/default/files/2022-06/sfcr\\_covea\\_2021\\_synthese\\_bilingue\\_anglais\\_italien.pdf](https://www.covea.eu/sites/default/files/2022-06/sfcr_covea_2021_synthese_bilingue_anglais_italien.pdf)

Nationale Nederlanden: <https://www.nn-group.com/nn-group/file?uuid=ba216cc0-a333-435c-a0d6-99da19314bc2&owner=84c25534-c28a-4a64-9c78-5cc1388e4766&contentid=11405>

Unipol: [https://www.unipol.it/sites/corporate/files/document\\_attachments/sfcr\\_ug\\_2020\\_en.pdf](https://www.unipol.it/sites/corporate/files/document_attachments/sfcr_ug_2020_en.pdf)

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/media/accionistas/2021/2020-sfcr-grupo-mapfre.pdf>

6/ Es importante señalar que en el análisis del ejercicio 2021 no se ha incluido a Groupama y RSA, como en años previos, al no haber publicado sus SFCR de grupo de 2021 al momento de la preparación de este informe.



## Otros informes de MAPFRE Economics

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

# CENTRO DE DOCUMENTACIÓN

Todas nuestras publicaciones a tu alcance

Acceso gratuito a nuestro fondo documental especializado en:

- Seguros
- Gerencia de riesgos
- Prevención



Fundación **MAPFRE**

**Centro de Documentación**

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





## **AVISO**

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

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

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

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



Fundación  
**MAPFRE**

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid

# Fundación **MAPFRE**

---

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

Paseo de Recoletos, 23  
28004 Madrid