



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2024:
PERSPECTIVAS HACIA
EL SEGUNDO SEMESTRE

MAPFRE Economics

**Panorama económico
y sectorial 2024:
perspectivas hacia
el segundo semestre**

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

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

Citar como:

MAPFRE Economics (2024), *Panorama económico y sectorial 2024:
perspectivas hacia el segundo semestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.

© Imagen de cubierta iStock

© De los textos:

MAPFRE Economics - mapfre.economics@mapfre.com

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

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

© De esta edición:

2024, Fundación MAPFRE

Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid

www.fundacionmapfre.org

Julio, 2024.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jroja1@mapfre.com

Natalia Bernal García

Sofía Peña González

Alejandro Ramos Suárez

Clemente Ruiz-Tagle

Álvaro Arroyo Hernández

Contenido

Resumen ejecutivo	9
1. Panorama económico	
1.1 El panorama económico global	11
1.1.1 Demasiado pronto para volver a tomar altura	11
1.1.2 Dinámicas regionales	25
1.1.3 Escenarios y previsiones	30
1.1.4 Balance de riesgos	33
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	41
1.2.4 Alemania	43
1.2.5 Italia	43
1.2.6 Francia	46
1.2.7 Reino Unido	48
1.2.8 Japón	50
1.2.9 Turquía	50
1.2.10 México	53
1.2.11 Brasil	55

1.2.12 Argentina	57
1.2.13 Colombia	57
1.2.14 Chile	60
1.2.15 Perú	62
1.2.16 China	62
1.2.17 Indonesia	65
1.2.18 Filipinas	68

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora	69
2.1.1 Mercados globales	69
2.1.2 Eurozona	71
2.1.3 Alemania	73
2.1.4 Italia	74
2.1.5 España	75
2.1.6 Reino Unido	76
2.1.7 Estados Unidos	77
2.1.8 Brasil	79
2.1.9 México	80
2.1.10 Argentina	81
2.1.11 Turquía	82
2.1.12 China	83

2.1.13	Japón	84
2.1.14	Filipinas	85
2.2	Tendencias regulatorias y de supervisión	86
Apéndice A:		
previsiones macroeconómicas		99
Apéndice B:		
previsiones de crecimiento de primas		105
Índice de gráficas, tablas y recuadros		109
Referencias		115

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2024: perspectivas hacia el segundo semestre

Panorama económico

Como se preveía, durante los meses transcurridos en 2024, la economía mundial ha continuado en fase de desaceleración, mostrando un crecimiento de la actividad económica aún positivo, pero que pierde muy gradualmente vigor, abandonando igualmente los elevados niveles de inflación del pasado. Así lo exponían los principales bancos centrales globales que, con mayor o menor celeridad, muestran una moderada deriva hacia una menor restricción monetaria. De esta forma, el panorama actual ofrece una visión macroeconómica más equilibrada, aunque esta etapa de ralentización continúa planteando ciertas divergencias en términos de actividad económica, inflación y políticas monetarias, ante un escenario geopolítico desafiante.

Desde el punto de vista de la actividad económica, se confía en que la dinámica de los servicios siga siendo positiva, donde las manufacturas comienzan a mostrar signos de recuperación. Sin embargo, habrá que mantener cierta prudencia debido a vulnerabilidades y dinámicas de fondo que no permiten dar un giro completo, como pueden ser, los costes de insumos que siguen presionados por los elevados precios de las materias

primas, los mercados laborales que continúan tensionados, unos mercados energéticos volátiles y unas cadenas de suministro sometidas a una prima de riesgo geopolítico que no termina de disiparse.

En Europa, factores como la independencia energética, la guerra comercial cada vez más directa en productos de mayor valor añadido, o las capacidades de defensa, plantean dificultades en el marco político para mantener una planificación integral que permita dar respuestas a objetivos estratégicos, símbolo de deficiencias en la arquitectura institucional (como la falta de una unión de mercado de capitales y fiscal). Estados Unidos, por su parte, consolida su competitividad global asegurando cadenas de valor estables y confiables, gracias a la ágil reorganización estratégica de estas con sus socios comerciales (*nearshoring/friendshoring*). Asimismo, tanto China como el Sur Global, buscan competir en términos tanto de manufacturas de alto valor añadido, como de las materias primas estratégicas y materiales críticos necesarios para producirlos, promoviendo subsidios y transferencias en una suerte de *dumping* industrial que alienta tensiones con Europa. Por otro lado, la ya consolidada nueva política industrial sino-occidental y la inercia comercial del Sur Global ejemplifican la transición desde una economía de libre mercado a un neo-mercantilismo/proteccionismo global.

Este panorama muestra un mundo cada vez más fragmentado, con un ecosistema de futuros ciclos económicos desincronizados y frágiles, de

impactos asimétricos, y con mecanismos y capacidades de respuestas limitados por las idiosincrasias locales y regionales, que podría desembocar en un futuro con eventos de volatilidad cada vez más frecuentes y un crecimiento potencial divergente entre regiones, con el factor geopolítico cobrando protagonismo y una traslación a primas de riesgo tanto privadas como soberanas. Esto es, un mundo en el que los riesgos de cola no deberían ser obliterados.

Por lo que se refiere a la política fiscal, su previsión a corto y medio plazo es la de moderación de los impulsos fiscales, especialmente a medida que avanza el ciclo electoral por todo el mundo, lo que no necesariamente conllevará a un ajuste de las dinámicas fiscales, especialmente en Estados Unidos. En cuanto a la inflación, avanza en la dirección correcta, pero con niveles de evolución muy dispares. Obstáculos como la presión de los servicios y los aumentos salariales, la evolución en los precios de las materias primas, así como las cadenas de suministro relacionadas con la crisis del Mar Rojo, cuya congestión en los puertos y aumentos de costes siguen sin normalizarse, le impiden alcanzar el objetivo de los bancos centrales.

Por otro lado, en relación con la política monetaria, comienza a imperar de forma mayoritaria la búsqueda de una salida al endurecimiento monetario acumulado hasta la fecha, con los bancos centrales del G10 sumándose al camino abierto en 2023 por gran parte de sus homólogos emergentes, aunque con cierta pérdida de liderazgo en el proceso por parte de la Reserva Federal, reticente a abandonar aún la ortodoxia monetaria y modulando, por tanto, las expectativas de normalización en el corto plazo. Pese al previsible moderado y rezagado ajuste de los tipos de interés globales, a medio plazo se espera que las tasas de política monetaria neutrales converjan a niveles superiores a los de la última década (en un rango entre el 2% y el 3%), dada la evidencia de una mayor inflación de fondo y efectos demográficos y tecnológicos sobre la productividad y crecimiento tendencial. Se dibuja así un futuro entorno con menos margen de flexibilización monetaria, el cual se suma al

previsible menor soporte fiscal a la hora de tamizar las fluctuaciones cíclicas. La perspectiva monetaria y fiscal globales, las divergencias regionales cíclicas y la granularidad de la geopolítica sobre las primas de riesgo locales, producirán igualmente un contexto de poca sincronía en los tipos de interés de mayor plazo.

Por lo que respecta a las dinámicas regionales, se mantienen con pocos cambios respecto a la visión planteada en nuestro anterior informe. En la Eurozona, las perspectivas se ven levemente mejoradas gracias a la sorpresa positiva del primer trimestre y a la anticipación de un mayor equilibrio interno por venir. Estados Unidos conserva las perspectivas anteriores de un aterrizaje suave de la economía, que se mantiene como fuente de apoyo al crecimiento global. Las economías emergentes, por su parte, muestran un dinamismo que mantiene la capacidad para seguir sorprendiendo positivamente, al menos en ciertas regiones del mundo y con riesgos contenidos en el ámbito doméstico. En el caso de América Latina, nuestras previsiones proponen una senda de crecimiento aún en el terreno positivo, aunque por debajo de su potencial, resultado de dinámicas diferentes entre aquellos que capitalizan la cercanía productiva con Estados Unidos y aquellos más sometidos al ciclo de materias primas y al crecimiento de la demanda China. En cuanto a Asia, se prevé que siga encabezando el crecimiento mundial, a pesar de los episodios de conflicto abiertos, con una evolución que se espera ligeramente más positiva al evaluar al alza las previsiones de países como India, Indonesia y Filipinas, aunque se mantiene cierta cautela con respecto a la dinámica de crecimiento de China.

En el *escenario base* considerado en este informe, el crecimiento global registra un incremento del 3,0% para el 2024 y de 2,9% para el 2025, mientras que, en materia de precios, se prevé una inflación media para estos años del 4,5% y 3,5%, respectivamente. Por su parte, el *escenario estresado* pronostica para 2024 un aumento del PIB en el entorno del 2,9% y 4,5% para la inflación. En cambio, las perspectivas para el año 2025 serían de un crecimiento en la actividad económica global algo más débil,

alcanzando el 2,5%, y una inflación media llegando al 3,7%. El balance de riesgos globales está ligeramente sesgado a la baja, con los riesgos geopolíticos, de gobernanza y de política económica liderando dicho balance y un potencial tránsito a un escenario menos benigno, aunque no recesivo.

Panorama sectorial

El contexto económico sigue sorprendiendo con desaceleraciones más suaves de lo previsto, resistiendo unas condiciones de financiación todavía endurecidas en gran parte de las economías del mundo; contexto económico que seguirá repercutiendo de forma positiva tanto en el volumen de negocio de la actividad aseguradora como en la rentabilidad de sus respectivos mercados, con la ayuda de una inflación más moderada y mayores ingresos financieros derivados de unos elevados tipos de interés. En términos generales, los altos niveles de los tipos de interés, unidos a las expectativas de relajación monetaria en los próximos trimestres, pueden favorecer el desarrollo de los productos de seguros de Vida ahorro y el buen comportamiento de la renta variable a los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales pueden beneficiarse también de los altos tipos de interés de la renta fija para aquellos tomadores de seguros con un perfil más conservador. No obstante, esta actividad aseguradora se enfrenta al aumento de la competencia de otros productos financieros, como los depósitos bancarios o los fondos de inversión, por el fuerte atractivo que está generando el entorno de tipos de interés y el buen comportamiento de los mercados financieros.

A nivel de los distintos países, la economía de los Estados Unidos continúa fuerte, aunque se está desacelerando, dibujando un panorama de crecimiento para la actividad aseguradora algo menor para el próximo año. En la Eurozona, se estima un crecimiento económico débil a nivel agregado, aunque algo mayor en 2025, lo que puede traducirse en crecimientos moderados de las líneas de negocio más cíclicas del sector

asegurador, con perspectivas de mejora hacia el próximo año. Dentro de la zona euro, la economía española continúa comportándose mejor de lo previsto, por lo que el panorama para el negocio asegurador mejora, con la ayuda del giro en la política monetaria del Banco Central Europeo hacia una relajación de su política monetaria (todavía restrictiva) y la reactivación del crédito que comienza a observarse en las encuestas realizadas por este organismo. Brasil y México presentan también buenas perspectivas, aunque están experimentando un aumento moderado de la inflación que, de persistir, podría afectar a su rentabilidad, la cual sigue beneficiándose de unos altos niveles de tipos de interés significativamente superiores a la inflación en estos mercados.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

1.1.1 Demasiado pronto para volver a tomar altura

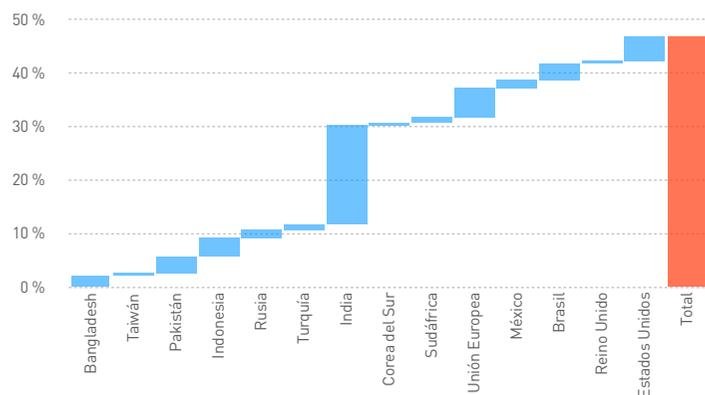
En los primeros compases de 2024, la economía global ha seguido embarcada en la senda de desaceleración cíclica que se preveía a comienzos de año, acumulando evidencias de que las tasas de inflación efectivamente tienden a la baja y cumpliendo, en general, con el guion planteado por los principales bancos centrales, los cuales, con mayor o menor celeridad, comienzan a situarse en una zona de relativo confort desde la que poder mover las palancas monetarias hacia niveles de menor restricción. Sobre la superficie, la evolución de este desarrollo de fuerzas cíclicas ofrece una visión macroeconómica más equilibrada y, en cierta medida, “conocida”, al apuntar de nuevo hacia la normalidad prepandémica. Sin embargo, una visión más profunda deja ver que la actual etapa de ralentización sigue planteando un desafío en términos de divergencias en actividad económica, inflación y políticas monetarias que, lejos de sincronizarse, siguen abriendo una brecha cada vez más profunda, a la vez que se hallan condicionadas a un escenario geopolítico que sigue siendo complejo y lleno de incertidumbres.

Por el lado de la actividad económica, la visión central anticipa una economía que continúa presentando un crecimiento positivo, pero en desaceleración, con el ajuste de mitad de ciclo como escenario base, y

una durabilidad de la expansión que se prolonga en el tiempo y se sobrepone tanto a los desafíos geopolíticos en curso, como a una narrativa de fondo fuertemente influenciada por el super-ciclo electoral actual (véanse las Gráficas 1.1.1-a y 1.1.1-b). Así, los pilares de respaldo para el consumo contarán cada vez menos con el apoyo de un ahorro y gasto fiscal que progresivamente seguirán desvaneciéndose. Por el contrario, estas fuerzas arrastradas del pasado van siendo sustituidas,



Gráfica 1.1.1-b
Global: población que habrá acudido a las urnas en 2024
 (% de la población global)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

en parte, por el respaldo de unos salarios reales positivos que continúan creciendo y recuperando el terreno perdido, mercados laborales desarrollándose en cifras cercanas al pleno empleo y una confianza del consumidor que parece dejar atrás su punto más bajo.

Con la vista puesta en el sector privado, la dinámica de los servicios se espera que siga gozando de un excelente estado de salud y llevándose el protagonismo del momento cíclico. Paralelamente, las manufacturas comienzan a ofrecer signos de recuperación, con una cierta mejoría cíclica que puede estar gestándose en ciertas industrias. A pesar de ello, este movimiento expansivo en curso aún deberá de tomarse con cierta cautela, debido a vulnerabilidades y dinámicas de fondo que imposibilitan el giro completo. Entre estas limitaciones, algunas de ellas estructurales, destacan los costes de insumos, que siguen presionados por unos precios de las materias primas que permanecen elevados,

mercados energéticos volátiles, mercados laborales sorprendentemente firmes y unas cadenas de suministro sometidas a una prima de riesgo geopolítico que no terminan de disiparse. Esta nueva marcha, si bien serviría para favorecer el avance hacia la normalidad en los patrones de consumo y el reequilibrio de la demanda de bienes y servicios (moderando así la inflación de servicios), constituye un movimiento con múltiples incertidumbres y sometido a complejas dinámicas de fondo.

En Europa, el entorno político se enfrenta a un nuevo nivel de fragmentación, así como a dificultades para articular una respuesta común con la cual apuntalar una estrategia integral que permita dar respuesta a objetivos estratégicos, como las capacidades de defensa (con una guerra dentro del territorio europeo que ya va para 3 años), la independencia energética o una guerra comercial cada vez más directa en productos de mayor valor añadido. En Estados Unidos, los subsidios industriales y las políticas comerciales para favorecer la “vuelta a casa” (como las leyes IRA y CHIPS), se ven acompañados de una reordenación estratégica de socios comerciales por todo el mundo (*nearshoring/friendshoring*), dibujando un panorama de competitividad bajo cadenas de suministro seguras y confiables. Y en China (así como en cada vez más países del bloque de las economías emergentes), la posición apunta a capitalizar las externalidades positivas de estas dinámicas globales, como la transición energética o el vehículo eléctrico, buscando competir en términos tanto de manufacturas de alto valor añadido como de materias primas estratégicas y necesarias bajo patrones, con subsidios y transferencias del estado que van en aumento.

Esta confluencia de dinámicas de fondo, que durante la etapa secular de baja inflación y bajo crecimiento económico parecía en cierta medida inocua, en la actualidad plantea una sintomatología más crónica y con efectos visibles tanto en el crecimiento como en la formación de precios. Los patrones antes señalados impulsan la visión de un mundo cada vez más fragmentado, con un ecosistema de futuros ciclos económicos desincronizados y frágiles, de impactos asimétricos, y con mecanismos y

capacidades de respuestas limitados por las idiosincrasias locales y regionales. Por tanto, es de esperar que los eventos de volatilidad sean más frecuentes en el futuro y que las primas de riesgo se mantengan identificables, con el factor geopolítico ganando protagonismo y pasando a ser variable de *shock* cada vez más relevante a la que poner precio.

De la mano de todos estos acontecimientos, toman especial relevancia las herramientas y el sentido de la política fiscal, cuya previsión a corto y medio plazo se mantiene en el marco de la moderación, a un ritmo cada vez más visible a medida que avanza el super-ciclo electoral por todo el mundo. El fundamento de base sigue siendo el de apuntalar la vuelta hacia una mayor racionalidad fiscal, y dar respuesta a la amenaza de insostenibilidad de la deuda, la cual se encuentra en niveles históricamente elevados y sometida a tipos de interés restrictivos. Adicionalmente, y si bien gran parte de los frentes estructurales y desafíos que emanan de la visión central requieren o requerirán de la palanca fiscal en el futuro, aparece el temor a provocar un resurgimiento de la inflación como un factor limitante; fenómeno que se ausenta hasta la última etapa expansiva y que expone las externalidades negativas en las que podría desembocar una nueva ola de pro-ciclicidad fiscal.

Por lo que se refiere a la inflación, se trata de un factor que sigue avanzando en la dirección correcta, aunque no logra culminar esa última milla que señalan como objetivo los bancos centrales. Entre los obstáculos para ello, se mantienen, por el lado de la demanda, la presión de los servicios y los ajustes salariales, mientras que, por el lado de la oferta, se cristalizan desafíos, con especial mención a las cadenas de suministro relacionadas con la crisis del Mar Rojo cuya congestión en los puertos y aumentos de costes siguen sin normalizarse, así como la evolución en los precios de las materias primas. Estas particularidades provocan, a su vez, que el horizonte de la inflación presente realidades muy diferentes por todo el mundo y con niveles de evolución muy dispares.

En este contexto, los bancos centrales mantienen el signo restrictivo de la política monetaria, recordando que la dificultad de devolver las tasas de inflación a sus metas oficiales es un proceso históricamente complicado. Por el lado positivo, comienza a imperar de forma mayoritaria la búsqueda por una salida a ese endurecimiento monetario acumulado hasta la fecha, con los bancos centrales del G10 sumándose al camino abierto en 2023 por gran parte de sus homólogos emergentes (a excepción de ciertas singularidades). Si bien esta caracterización da forma a la postura más común entre los actores de la política monetaria, también pone de manifiesto una cierta pérdida de liderazgo en el proceso por parte de los Estados Unidos, al mantenerse la Reserva Federal con la guardia alta e inclinándose hacia la ortodoxia monetaria en respuesta a un ciclo que se ha manifestado como particularmente resiliente e inmune a las decisiones adoptadas (véase el Recuadro 1.1.1).

Teniendo en cuenta que ahora son más las regiones que avanzan con cautela hacia la relajación de las condiciones financieras, o al menos hacia un territorio algo menos restrictivo, en respuesta a un crecimiento más tenue (Canadá y la Eurozona se unieron recientemente a Suiza), es previsible que esa dinámica termine por aflorar también en Estados Unidos, junto con argumentos cada vez más convincentes en materia de inflación que permitan una mayor sincronía de la Reserva Federal. Este fenómeno permitiría poner fin a una fortaleza del dólar que dificulta a gran parte de los mercados emergentes el poder continuar avanzando en sus ya bien adentrados ciclos de recorte. A medio plazo, sin embargo, se espera que la evolución del ciclo avance hacia un nuevo equilibrio en el que las tasas de política monetaria neutrales se asienten en niveles superiores a los de la última década (en un rango entre el 2% y el 3%), así como en opciones más limitadas de flexibilización monetaria (*quantitative easing*), en línea con la idea de un menor apoyo en el futuro de la política fiscal para amortiguar las fluctuaciones cíclicas.

En suma, la economía global continuará dando señales positivas por el lado de la actividad, con una desaceleración afrontando sus últimos

Recuadro 1.1.1 Actualización de política monetaria

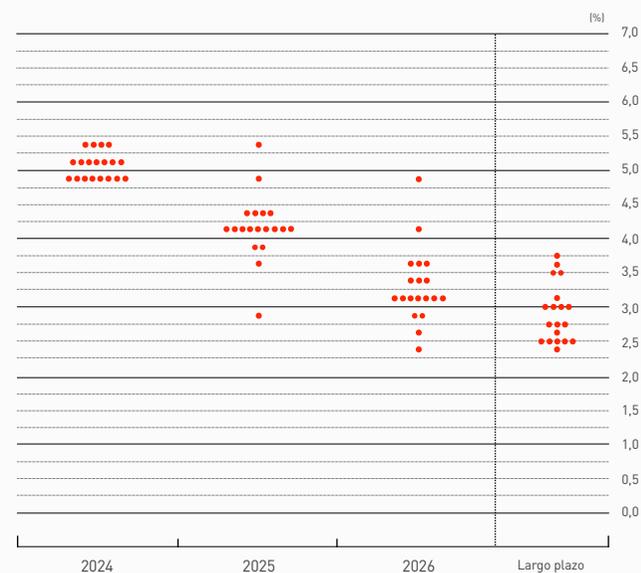
Reserva Federal

Por séptima ocasión, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió volver a mantener sin cambios los tipos de interés de política monetaria, sosteniendo el rango en el 5,25%-5,50%, en línea con lo esperado por el mercado. En cuanto a las perspectivas de la política monetaria, se presentó un diagrama de puntos (véase la Gráfica A) que señala una orientación a futuro que sugiere un solo recorte de 25 puntos básicos (pbs) en 2024 (frente a los tres anteriores). Para 2025 y 2026, la mediana de proyecciones se sitúa en la disminución de 100 pbs cada año, mientras que, para el largo plazo, el tipo de interés equilibrio o neutral vuelve a sumar una décima hasta ubicarse en el 2,8%.

Por el lado del balance, no se anunciaron cambios respecto a la senda de reducción ya propuesta; progreso que, en la actualidad, arroja un saldo de 1,7 billones de dólares menos. En cuanto al plano macroeconómico, este se mantuvo prácticamente sin cambios. La tasa de crecimiento del PIB se mantiene en el 2,1% para este año y en el 2,0% para el periodo 2025-2026. En materia de inflación, hay una ligera revisión al alza [2 décimas en 2024, hasta el 2,6%, y 1 décima en 2025, hasta el 2,3%), permaneciendo sin cambios el pronóstico de alcanzar el objetivo de inflación en 2026.

La lectura del comunicado de la Reserva Federal se pudo extrapolar como agresiva y marcada por un nuevo cuadro de previsiones que respalda la moderación de las expectativas de recortes de tipos de interés. Sin embargo, a lo largo de su intervención, J. Powell fue modulando el mensaje, con el beneplácito de una cifra de inflación inesperadamente más baja apenas unas horas antes, hasta ofrecer una visión más moderada de la confianza ganada en las proyecciones (“no son un plan y pueden ajustarse”).

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



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

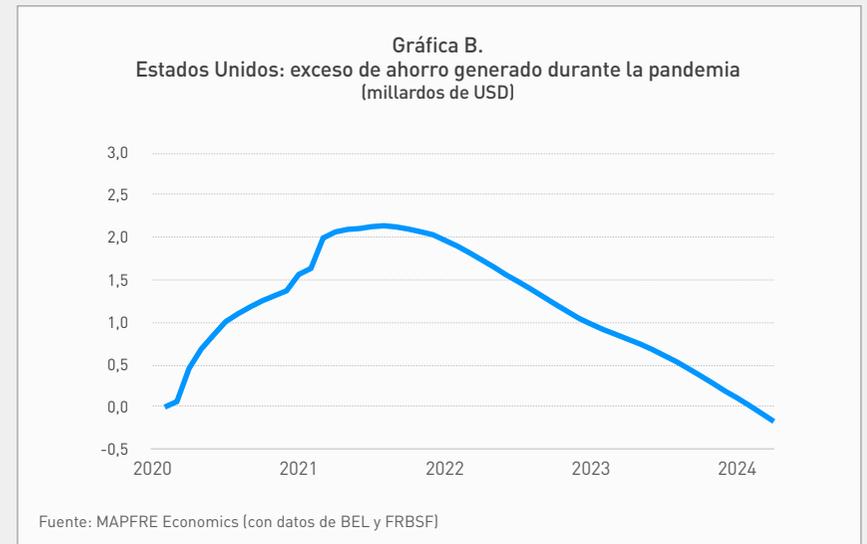
Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria

Valoración

En líneas generales, el escenario de fondo se presenta como un desafío a la postura cautelosa impulsada por la Reserva Federal. Un crecimiento económico más lento, un mercado laboral más holgado, alentadores datos de inflación y el eco de los primeros recortes de tipos de interés en Europa y Canadá invitaban a esperar una postura aparentemente menos moderada. A pesar de ello, las expectativas tuvieron que volver a ajustarse a una realidad en la que todavía se necesitan “más datos buenos”. En positivo, la cuenta atrás iniciada a comienzos de año parece que comienza a alinearse con la de la propia Reserva Federal, bien sea por falta de números (de 6 recortes a 2) o por argumentos que cada vez se acercan más a los de la línea oficial.

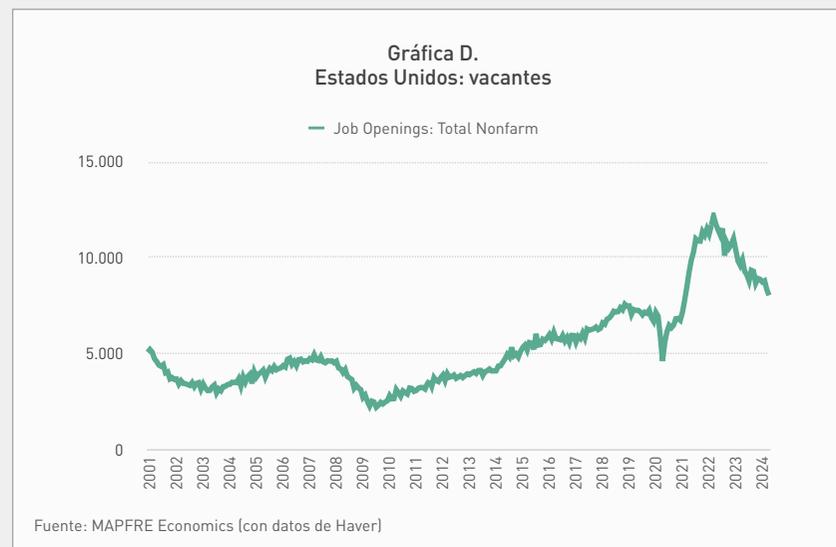
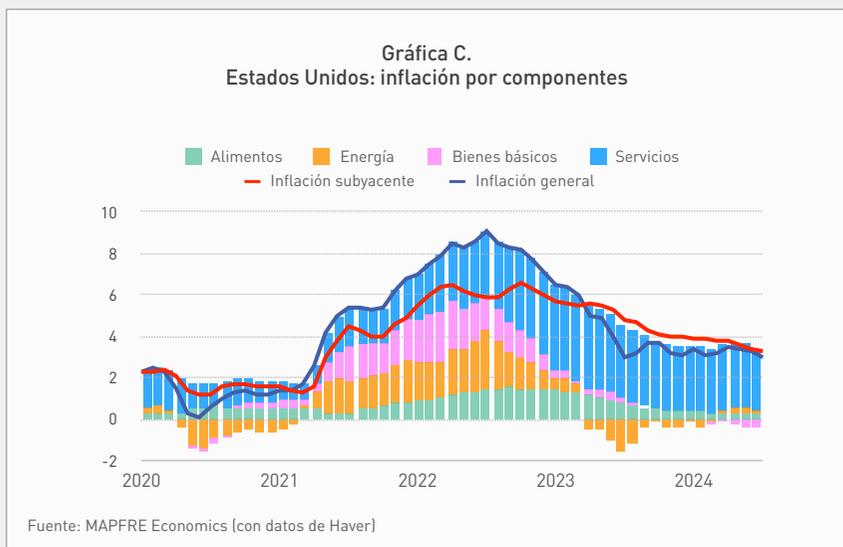
Por el lado de la actividad económica, los datos del PIB en su segunda revisión sugieren una leve desaceleración, impulsada principalmente por el menor gasto de los consumidores, factor que bien podría explicarse por el agotamiento del exceso de ahorro generado durante la pandemia (véase la Gráfica B). En cuanto a la debilidad de otros datos entrantes (IMS y PMI's), parecen todavía insuficientes para poder tambalear la dinámica subyacente del crecimiento y que ha permitido superar sistemáticamente a sus pares del G7.

En cuanto a la inflación, y tras los baches de los últimos meses, los datos de mayo vuelven a apuntar de nuevo en la dirección correcta (véase la Gráfica C). En concreto, el IPC se mantuvo plano (0,0% m/m y 3,3% a/a), mientras que la lectura subyacente se redujo hasta el 3,4% a/a (0,2% m/m). Entrando en los detalles, sin embargo, se observa que se produjeron aumentos en prácticamente todos los componentes (destaca de nuevo el 0,4% m/m de la vivienda), que fueron compensados en buena medida por el lado de la energía (-2,0% m/m).



Por otra parte, atendiendo a la evolución del mercado laboral, destaca una apariencia cada vez más parecida a la del equilibrio pre-pandémico, aunque todavía queda espacio por cubrir. Por un lado, las ofertas de empleo volvieron a niveles objetivo; además, la caída de la tasa de contratación se debe, en parte, a una disminución en el número de personas que abandonan su trabajo. En términos de desempleo, el incremento de la tasa hasta el 4% tampoco parece alimentar las probabilidades de recesión (como indica la Regla de Sahm, que anticipa una recesión cuando la tasa de desempleo promedio de los últimos tres meses supera en 0,5 puntos porcentuales a su mínimo de los últimos 12 meses), sino más bien parece apuntar hacia una

Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria



vuelta a la normalidad, en línea con la curva de Beveridge (véanse las Gráficas D a F).

Apoyándose en estos datos, la Reserva Federal se mantiene a la espera de recopilar evidencias más claras que le permitan confirmar su primer movimiento a la baja en los tipos de interés. En positivo, un panorama más equilibrado comienza a despejar el camino en términos macroeconómicos. Así, mientras que la actividad y el empleo se asientan en una configuración más saludable, la inflación muestra síntomas de optimismo para el futuro. En negativo, el efecto base vuelve a ser un factor en contra para la inflación

en los próximos meses, y el efecto positivo de la energía está cada vez menos claro. Adicionalmente, la evolución salarial sigue justificando cierta rigidez en los precios, lo que sugiere un mercado laboral con margen para encontrar el punto de equilibrio.

A todo lo anterior, se suma la evidencia de riesgos para la estabilidad financiera. Tal como se extrae de últimos datos publicados por la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), relativos al primer trimestre del año, y a la desfavorable evolución de métricas del crédito (como las tasas de morosidad en ciertos segmentos), persiste la posibilidad de más quiebras de

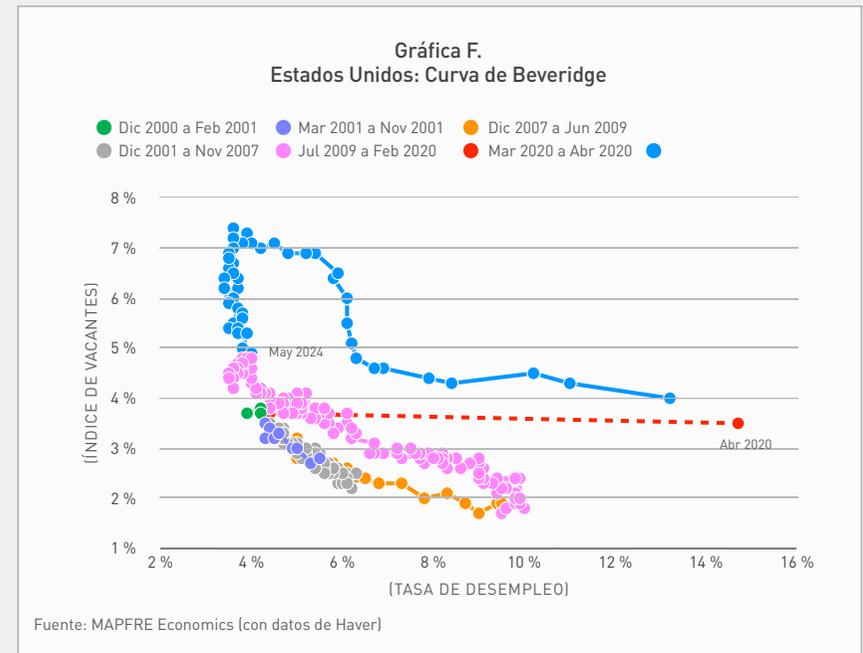
Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria



bancos regionales en Estados Unidos (véase la Gráfica G). Este factor pondera a favor de recortes preventivos y sugiere que un recorte de tipos de interés antes de las elecciones se mantenga en la mesa con una elevada probabilidad.

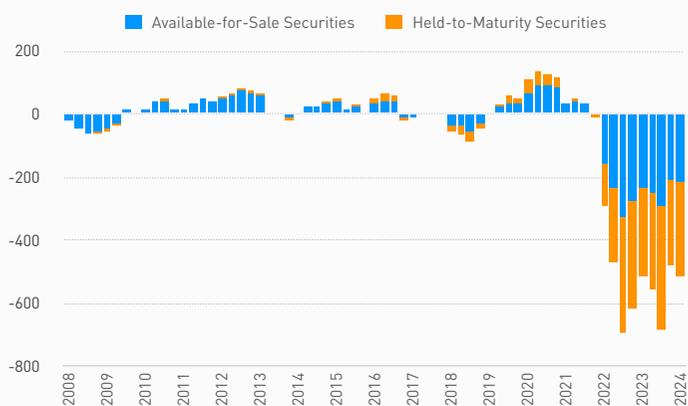
Por lo tanto, es previsible que, durante la segunda mitad del año, la política monetaria de la Reserva Federal se sincronice tanto con sus pares en las economías desarrolladas (que ya han comenzado el ciclo de cierta relajación monetaria), como con los mercados en general, cuyas expectativas

comenzaron el año algo alejadas del guion propuesto por la Reserva Federal, pero que en estos momentos parecen más ajustadas a este (véanse las Gráficas H e I).



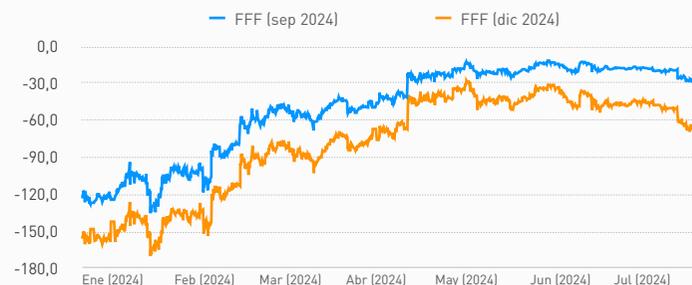
Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria

Gráfica G.
Estados Unidos: pérdidas no realizadas en bancos
(millardos de USD)



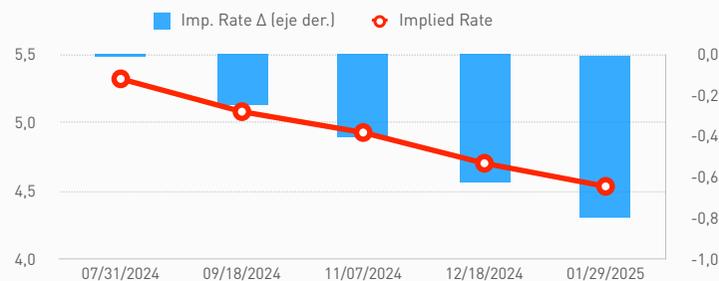
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del FDIC)

Gráfica H.
Estados Unidos: tipos de interés esperados por Fed Fund Futures (1)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica I.
Estados Unidos: tipos de interés esperados por Fed Fund Futures (2)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Banco Central Europeo

En su reunión de junio, como se esperaba, el Banco Central Europeo (BCE) redujo los tipos de interés en 25 pbs, quedando en 4,50% el marginal de crédito, en 4,25% el principal de financiación y en 3,75% la facilidad de depósito, rango que decidió mantener 1 mes más tarde en su reunión de julio. Por el lado del balance, se acordó mantener la hoja de ruta previa para continuar reduciendo el tamaño a un ritmo mesurado y predecible bajo el *Asset Purchase Programme* (APP), así como bajo el *Pandemic Emergency*

Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria

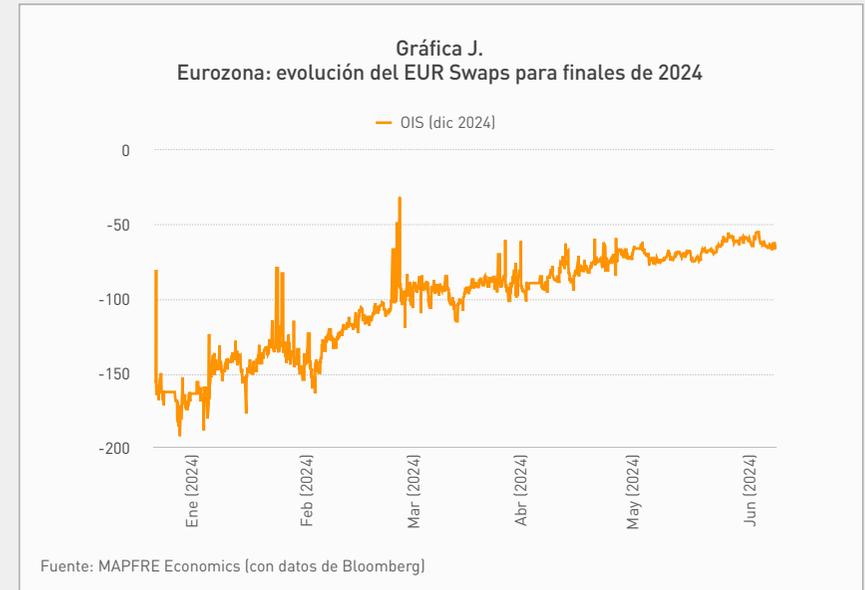
Purchase Programme (PEPP), dando paso a la interrupción de las reinversiones a finales de año y a un proceso de reducción en 7.500 millones de euros a partir del segundo semestre.

En el plano macroeconómico, el BCE presentó un nuevo cuadro de previsiones que contiene una visión más equilibrada en materia de actividad económica (3 décimas más en 2024, hasta el 0,9%) y de precios, destacando el aumento en la inflación esperada para 2024 y 2025 (2,5% y 2,2%, frente a 2,3% y 2,0% anteriores), retrasando así hasta 2026 su previsión de una vuelta al objetivo (2025 en la anterior reunión). Por lo que respecta a la orientación futura, se consolidó una narrativa dependiente de datos y sin compromiso o garantía de una senda futura (de hecho, se eliminó cualquier sesgo explícito de flexibilización).

Valoración

Como se anticipaba, el BCE dio su primer paso hacia la acomodación monetaria, justificando el movimiento en una mayor confianza en la percepción de que la senda de inflación y expectativas a futuro “han mejorado notablemente”. Paralelamente, y frente a la reducción de 25 pbs para moderar el nivel de restricción monetaria, se elevó el listón para recortes en el futuro, ante un mapa de riesgos que, en conjunto, permanece moderadamente a la baja. Ello se da en línea con las expectativas del mercado respecto a los recortes, que han seguido moderándose (véase la Gráfica J), y aterrizando la idea de una parada técnica que enfríe un ciclo de recortes de tipos de interés que apenas termina de inaugurarse, es decir, empañando en cierta medida la narrativa de que una senda fluida de recortes para los próximos meses estaría por venir.

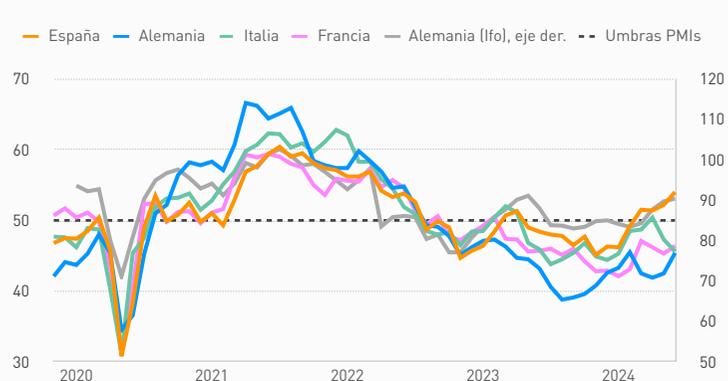
Comenzando por la actividad económica, la revisión del BCE fue ligeramente al alza, reforzando los argumentos cada vez más claros de que la actividad



está repuntando, aunque con características más cíclicas que estructurales. La imagen que ofrecen los datos de PIB del primer trimestre del año apunta a la idea de que el repunte esperado para la segunda mitad de 2024 se ha adelantado en el tiempo (0,3% en el primer trimestre frente al 0,0% del cuarto trimestre). Además, desde la perspectiva más prospectiva de los PMI's, el entorno parece claramente expansivo (avanza a 52,3 puntos frente a los 51,7 anteriores); es liderado por el sector servicios y sumando cierto soporte de un sector manufacturero que se aleja del umbral de contracción, al menos en lo que se refiere a los sectores menos intensivos en energía,

Recuadro 1.1.1 (continuación) Actualización de política monetaria

Gráfica K.
Eurozona: PMIs manufactureros e IFO alemán

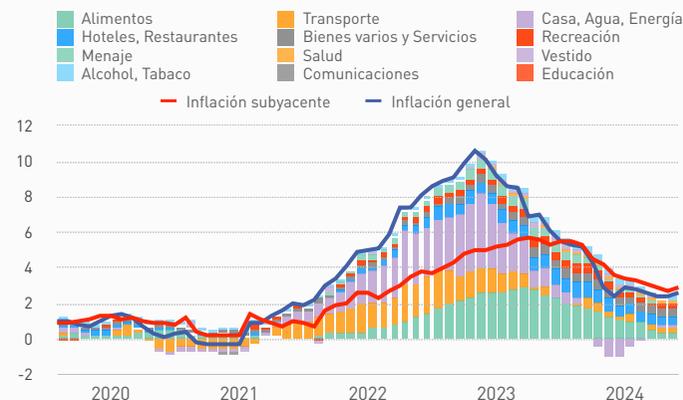


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

dibujando así un panorama cada vez más saludable para la economía de la Eurozona (véase la Gráfica K).

Por el contrario, los datos de inflación ponen en evidencia la necesidad de más tiempo y argumentos más convincentes para dar por superada la última milla de control del crecimiento de los precios. En mayo, el IPC de Eurozona sorprendió al alza, tanto en la medida general (subiendo del 2,4% al 2,6% a/a) como en la subyacente (del 2,7% al 2,9% a/a), impulsado nuevamente por la dinámica de los servicios, que siguen sin ceder terreno, y sumando la preocupación de que la deflación de la energía y los bienes es cada vez

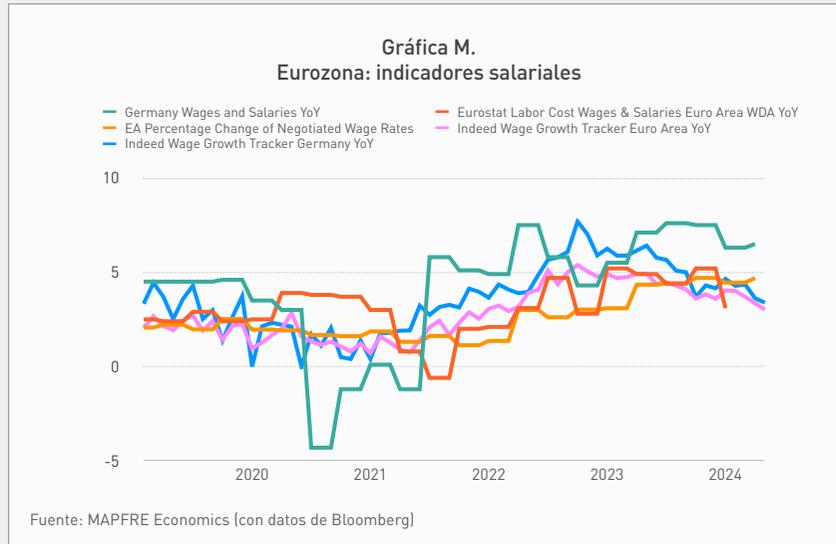
Gráfica L.
Eurozona: inflación por componentes



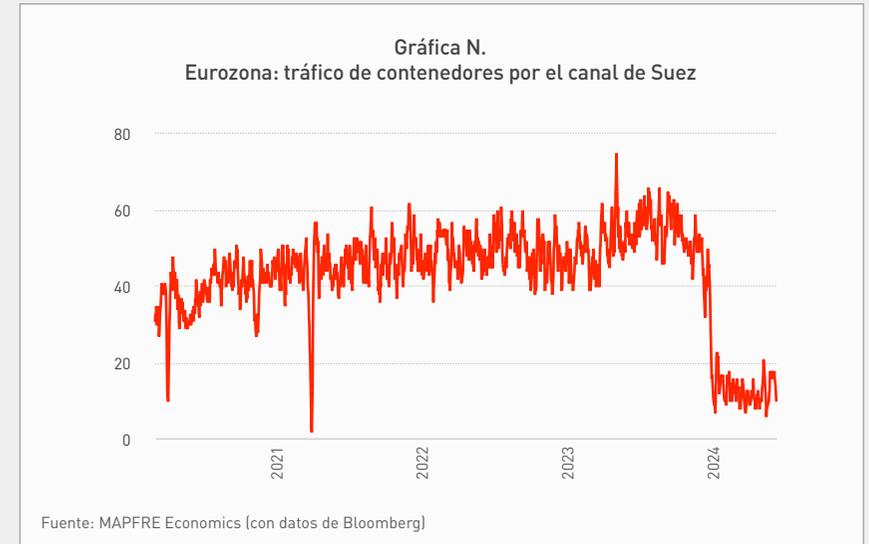
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

menos clara (véase la Gráfica L). Paralelamente, y en referencia a otra de las claves señaladas por los miembros del Consejo de Gobierno del BCE (aunque contextualizada en esta ocasión), se mantienen las señales de fondo que podrían servir de empuje. En este sentido, los últimos datos de costes salariales se aceleraron hasta el 4,9% (desde el 3,4% del cuarto trimestre de 2023), mientras que el crecimiento anual de la remuneración por empleado se aceleró hasta el 5,6% en Alemania, 6,4% en Países Bajos y 3,7% en Italia, demostrando que el requisito de la moderación salarial que se esperaba no se está cumpliendo aún (véase la Gráfica M).

Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria

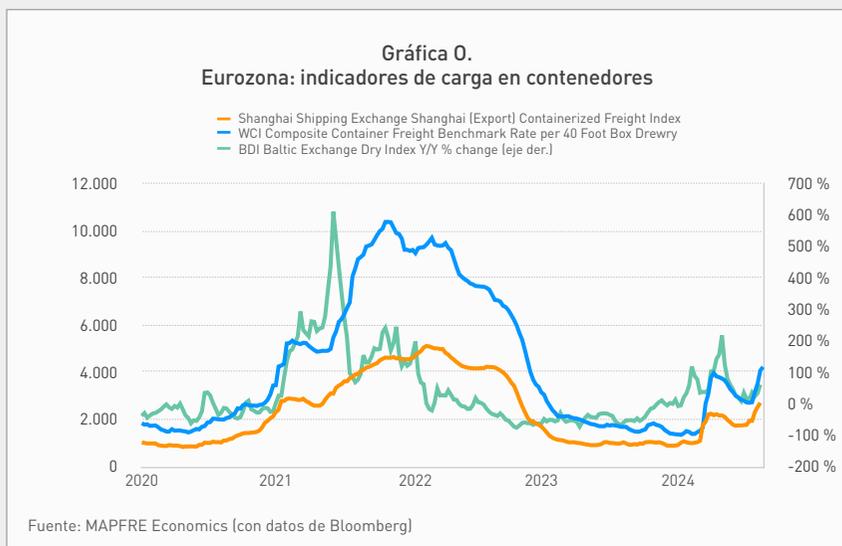


Condicionando la evolución del entorno de actividad económica e inflación sigue estando la evolución de la geopolítica. La visión más cercana parece pivotar hacia unos límites del conflicto en Ucrania que ahora incluyen suelo ruso y un lenguaje bélico que escala, lo que podría implicar una cronificación del conflicto en Europa, sanciones más profundas y duraderas, y más flujos de financiación canalizados hacia la independencia estratégica, con el sector de la defensa acompañando con cada vez más fuerza la narrativa de la transición energética.



En Oriente Medio se observan pocos cambios. Si bien todavía persiste la idea de establecer una nueva tregua en el calendario, esta sería de carácter temporal y con posterioridad a alcanzar ciertos objetivos estratégicos para Israel, como la toma de Rafah o garantizar el sur del Líbano (lo que podría tomar semanas o meses). Todo ello traería como consecuencia una continuación de las restricciones en el mar Rojo que estaría ligada a ataques frecuentes (los últimos involucraron a un portaviones estadounidense), lo que sostendría la volatilidad en las cifras de costes, así como incertidumbres en una ruta estratégica para Europa y vital para el abastecimiento de petróleo (véanse las Gráficas N y O). Por otra parte, en la geopolítica “lejana”,

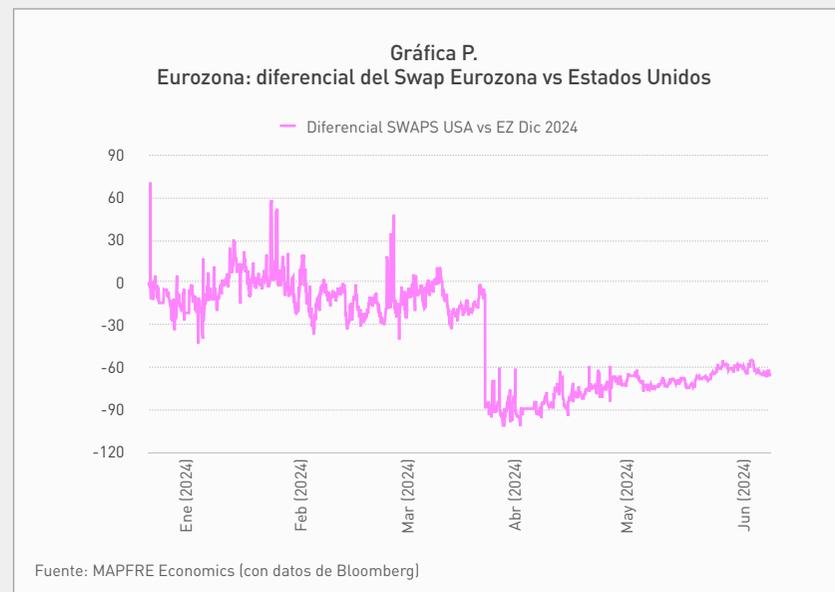
Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria



argumentos del crecimiento han pasado del modo aterrizaje a cierta tentativa de despegue. Además, el proceso de desinflación se enfrenta a los primeros baches, acompañados de una geopolítica que resulta inflacionaria en el horizonte. Por lo tanto, el veredicto de la inflación y de la senda de tipos de interés se mantiene abierto y su margen para decepcionar vigente, con la duda creciente de si la acción más prudente era no iniciar aún la senda de bajadas de tipos de interés, o comenzar un camino propio frente al que está llevando su homólogo estadounidense (véase la Gráfica P).

y más allá de las tensiones entre Estados Unidos y China por el tema de Taiwán, las fuerzas deflacionarias provenientes de China (gracias a las oportunidades/amenazas que ofrece su exceso de capacidad) parece que seguirán contenidas, y repeliéndose con base en aranceles y políticas de corte proteccionista.

En síntesis, el BCE entrega la bajada de tipos de interés ya comprometida. Sin embargo, en este momento parece que tendrá cada vez más difícil justificar posteriores reducciones. El punto de equilibrio parece balancearse hacia una necesidad menos urgente y que conlleve a un goteo de recortes en lo que queda de 2024. Asimismo, desde una perspectiva ortodoxa, los



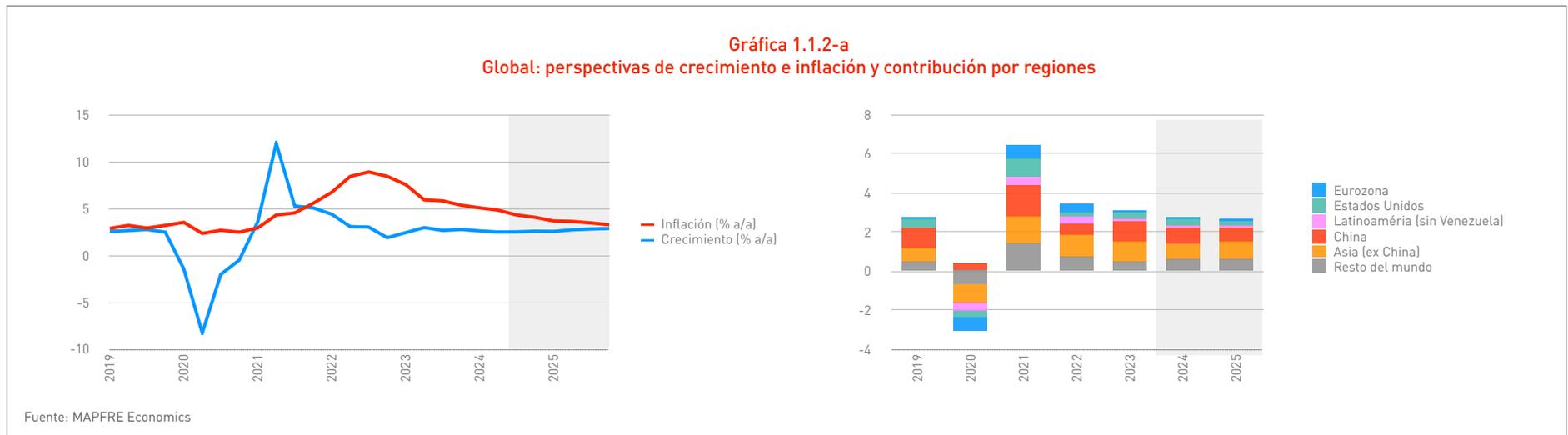
pasos a cambio de combatir y abandonar los elevados niveles de inflación del pasado reciente. Este mayor equilibrio permite mantener cierto tono de optimismo en torno al momento cíclico actual de desaceleración manufacturadora por los bancos centrales, y que, como conclusión lógica a una mayor sensación de control, comienzan a recalcular la “cantidad de justa” de restricción monetaria. No obstante, a medida que esa combinación de excepcionalidad monetaria y fiscal que ha caracterizado el ciclo actual desaparece, el mapa de riesgos continúa configurando una serie de desafíos que parecían superados y exponiendo otros de naturaleza geopolítica que oscilan entre el proteccionismo y el mercantilismo.

1.1.2 Dinámicas regionales

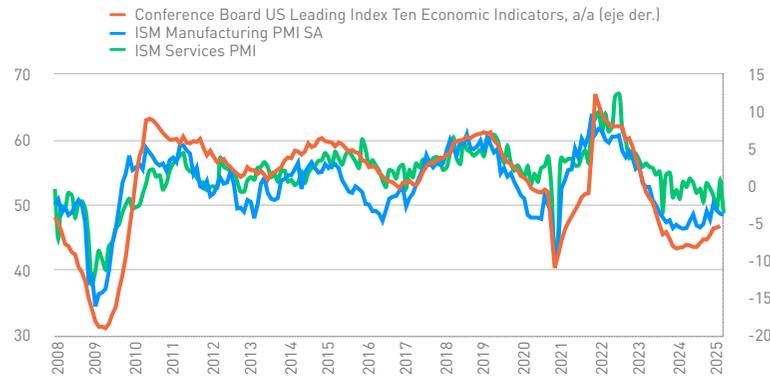
Las perspectivas de las diferentes dinámicas regionales se mantienen con pocos cambios respecto a la visión planteada en nuestro informe anterior¹, con ritmos de ajuste de la actividad económica global que seguirán desempeñándose de manera asimétrica y expuestos a

fragilidades elevadas. La sensibilidad del escenario central continúa sometida a un mapa de riesgos sesgado a la baja en cuanto a eventos de cola o catalizadores de transición hacia el escenario de riesgo, pero con un horizonte en el que visualiza una desaceleración cíclica un poco menos adversa y más equilibrada en el balance entre actividad económica y dinámica de precios (véase la Gráfica 1.1.2-a). No obstante, esta combinación todavía no permite cambiar la dirección del viaje ni dejar atrás el episodio estanflacionario (binomio que mejora pero que sigue enfrentándose a riesgos), el ajuste geopolítico en curso, u otras fuerzas estructurales que seguirán ejerciendo de factores limitantes. En consecuencia, estos obstáculos también pesan en la hoja de ruta de los bancos centrales, cuyos niveles de restricción monetaria no encaja todavía con el de una economía volviendo a tomar altura.

En el caso de Estados Unidos, la revisión más reciente se mantiene prácticamente sin cambios y conserva, por tanto, las perspectivas anteriores de un aterrizaje suave de la economía, que se mantiene como fuente de apoyo al crecimiento global. En términos de crecimiento, a

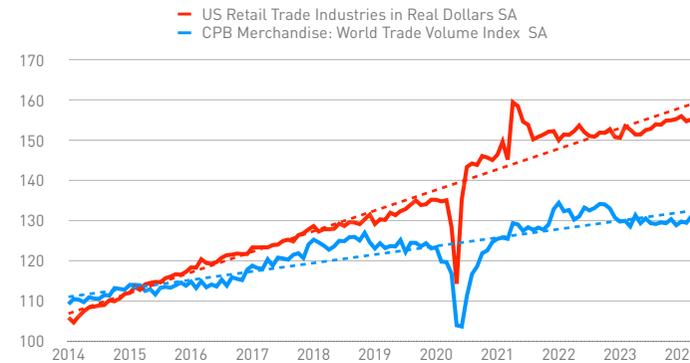


Gráfica 1.1.2-b
Estados Unidos: indicadores adelantados de actividad



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.2-c
Estados Unidos: indicadores de comercio



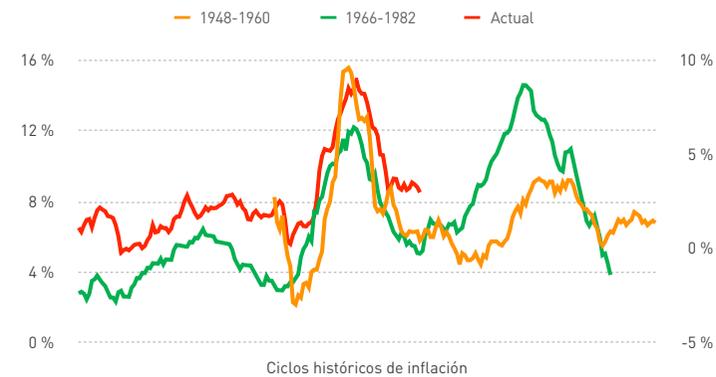
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.2-d
Estados Unidos: aterrizaje de la economía
(tipos de interés de política monetaria)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.1.2-e
Estados Unidos: ciclos de inflación

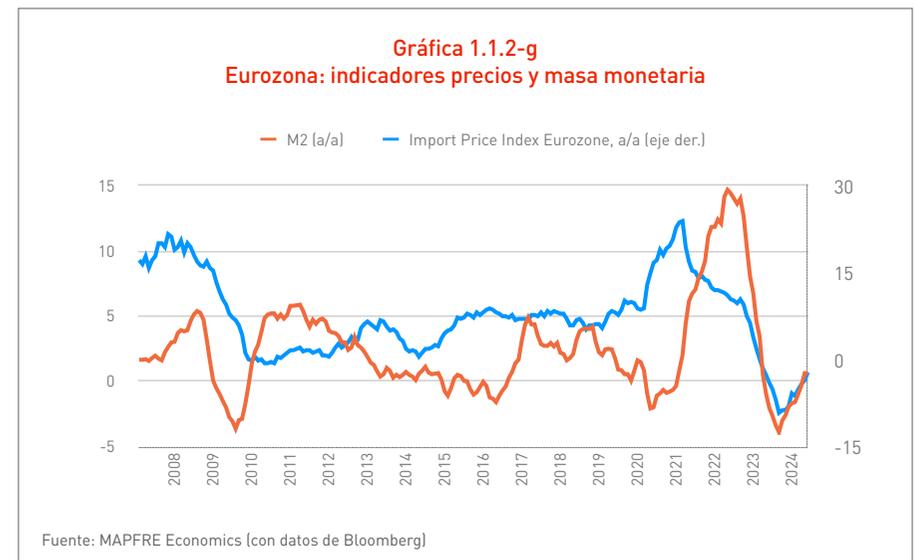
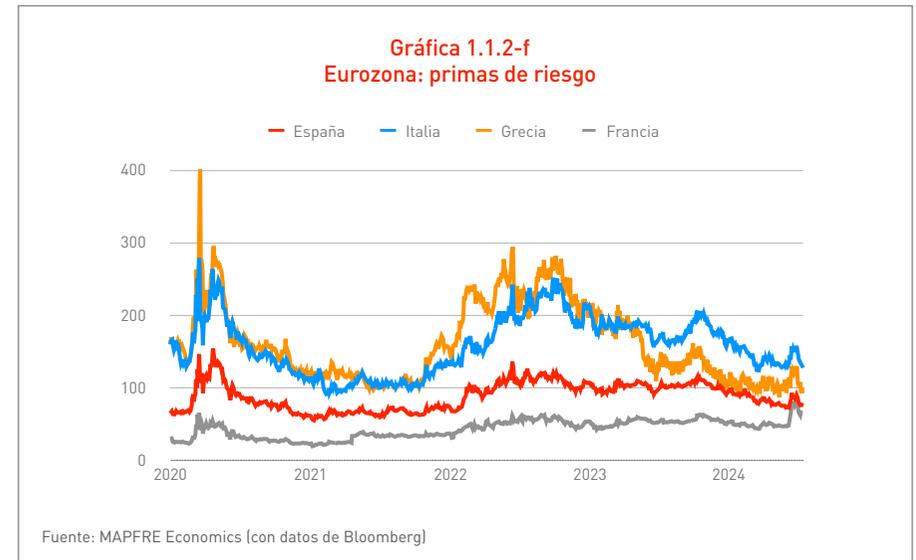


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

pesar de la debilidad de algunos de los datos más recientes, las señales parecen todavía insuficientes como para poder poner en duda la narrativa del crecimiento (véanse las Gráficas 1.1.2-b a 1.1.2-e). En cuanto a la inflación, aunque a comienzos de año parecía menos dispuesta a ceder respecto a otras regiones del mundo, los últimos datos empiezan a ser motivo suficiente como para mantener una postura menos conservadora respecto a las previsiones anteriores, también en términos de política monetaria que podría comenzar a ceder en septiembre. En sentido contrario, la variable electoral de noviembre lleva a pensar que sea poco probable un cambio de rumbo de la política fiscal en el corto plazo y, por ende, a mantener a la baja las expectativas de una Reserva Federal firmemente comprometida con una hoja de ruta clara.

Por lo que respecta a la Eurozona, las perspectivas se ven levemente mejoradas gracias a la sorpresa positiva del primer trimestre y a la anticipación de un mayor equilibrio interno por venir (véanse las Gráficas 1.1.2-f y 1.1.2-g). Nuestra revisión de previsiones en esta región se produce principalmente por una mejora de perspectivas en Alemania, que continúa dejando atrás su punto más bajo, aunque también suman las revisiones al alza de España y Portugal, que continúan sin agotar el *momentum*. Por el contrario, Francia e Italia, siguen ofreciendo una imagen de cierta debilidad y con riesgos de enfrentar un probable procedimiento de déficit excesivo en la segunda mitad del año.

En el agregado, se espera una recuperación moderada del consumo gracias al espacio salarial ganado tras las últimas negociaciones, suficiente para reactivar la confianza del consumidor en un sector privado, donde también hay signos tentativos de una recuperación cíclica por parte de la industria de bienes, aunque limitada por los sectores intensivos en energía que seguirán siendo una incógnita o debilidad estructural por resolver. Por otro lado, a medida que la política fiscal pierde relevancia, puede verse compensada en cierta medida por la relajación de la restricción monetaria. De hecho, en junio ya se confirmó



que va a menos, sin embargo, el Banco Central Europeo hallará difícil profundizar en una mayor divergencia con la Reserva Federal de los Estados Unidos en caso de que esta se mantenga defendiendo la ortodoxia monetaria.

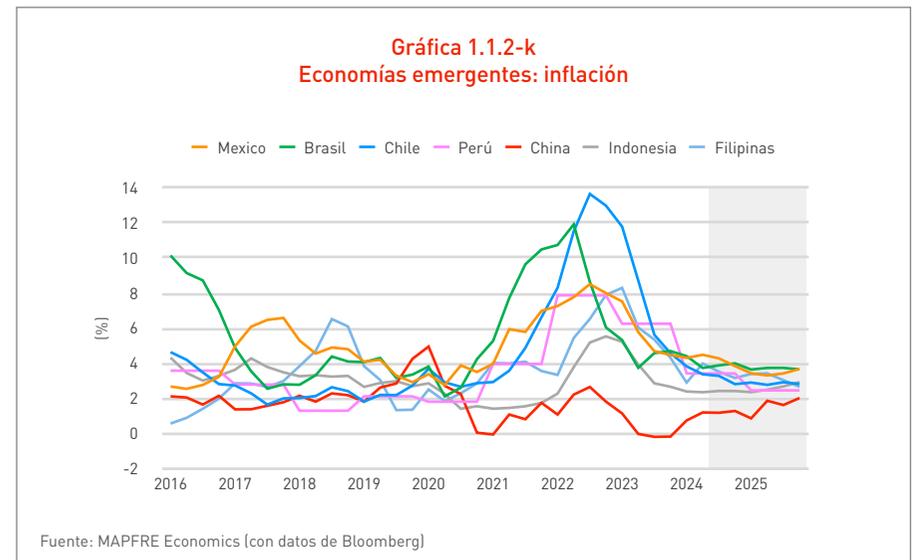
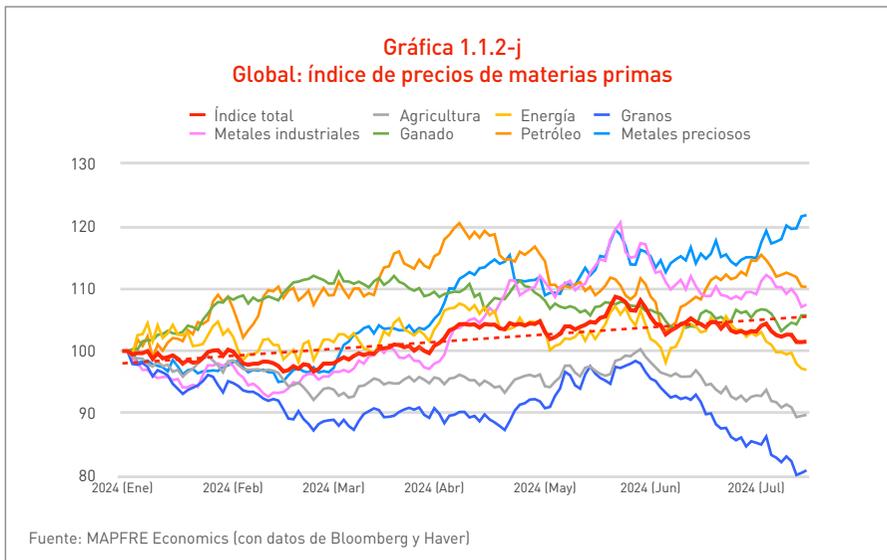
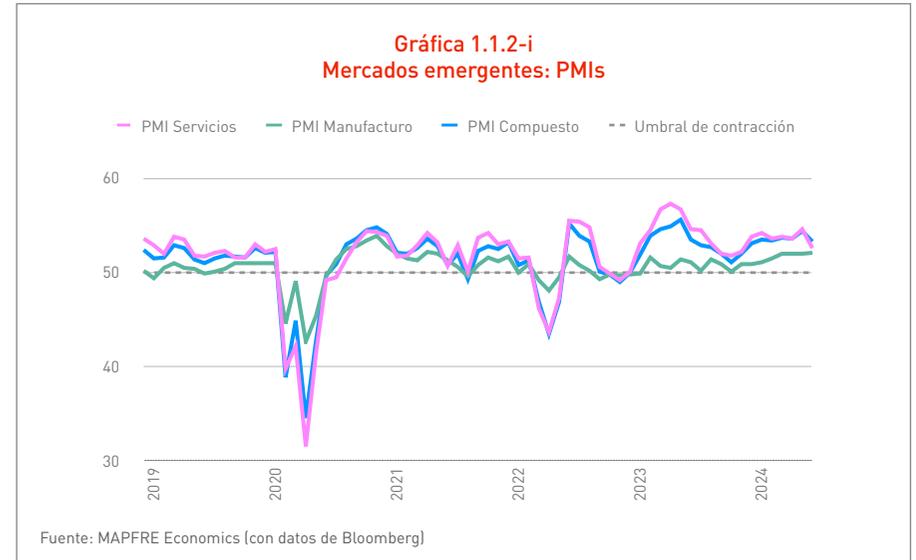
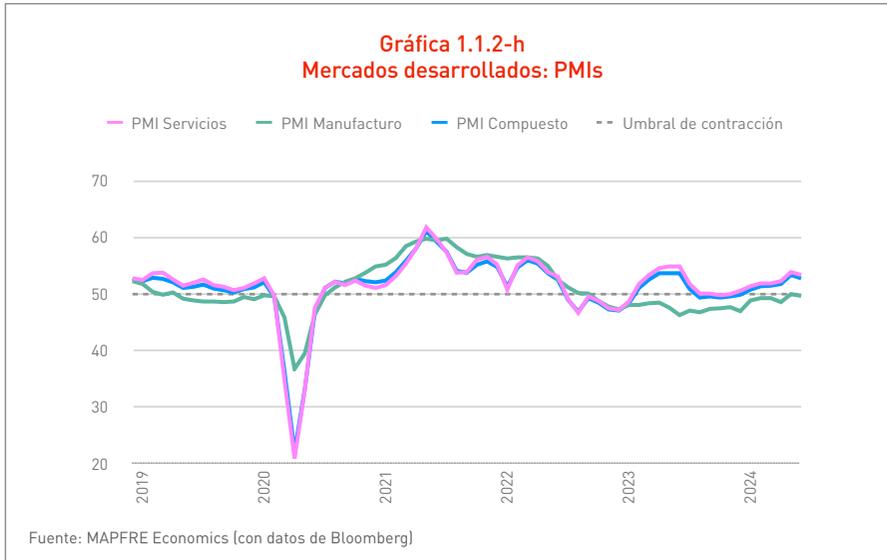
Para las economías emergentes, el argumento se sigue consolidando hacia el de un dinamismo que mantiene la capacidad para seguir sorprendiendo positivamente, al menos en ciertas regiones del mundo y con riesgos contenidos en el ámbito doméstico (véanse las Gráficas 1.1.2-h a 1.1.2-k). A favor de esta visión está la proximidad del cambio de ciclo monetario en las economías desarrolladas, una inflación con expectativas de seguir conteniéndose y una situación exterior que comienza a tomar fuerza. Además, las materias primas han acompañado de forma más duradera a lo largo de este ciclo, evitando abruptos movimientos de auge y caída, de la mano de desafíos globales como la transición energética y el reforzamiento de los eslabones de cadenas de suministro por todo el mundo. También destaca la efectiva coordinación de las políticas monetaria y fiscal, siendo la contra-ciclicidad y la ortodoxia las políticas más generalizadas y que, hasta ahora, se han transmitido de manera fluida y esquivando los desafíos y escenarios estresados del pasado como las fugas de capitales, las depreciaciones de los tipos de cambio o los desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

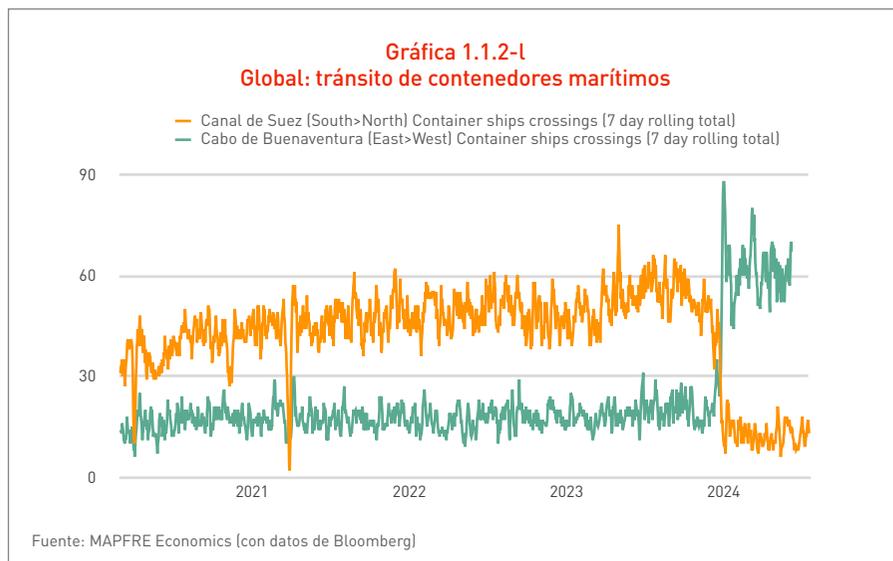
En este sentido, para el caso de América Latina nuestra previsiones proponen una senda de crecimiento que se mantiene positiva, aunque por debajo del potencial, así como un ciclo expansivo con capacidad para seguir prolongándose en el tiempo. En general, la tendencia sigue siendo favorable y sin grandes cambios para Brasil y México, que continúan liderando el crecimiento de la región gracias a las dinámicas del *nearshoring/frienshorign*, pero que vienen encontrando vientos de cola ligeramente menos favorables como la combinación de consolidación fiscal más suave y una política monetaria algo más estricta, factores que han pesado en el crecimiento al comienzo del año y

que seguirán haciéndolo en los próximos meses. A destacar, los pronósticos para las economías de Chile y Colombia que se ven mejorados, mientras que en Argentina se ofrece una mejora de inflación a costa de un peor desempeño de la economía, cuyo regreso hacia la senda de la estabilidad y la recuperación de la confianza institucional sigue atravesando por un momento complicado y sometido a una levada incertidumbre.

Por lo que respecta a Asia, persiste la convicción de que seguirá a la cabeza del crecimiento mundial a pesar de los episodios de conflicto abiertos, con una evolución que se espera ligeramente más positiva al reevaluar al alza las previsiones de países como India, Indonesia y Filipinas, entre otros, aunque se mantiene cierta cautela con respecto a la dinámica de crecimiento de China (véanse las Gráficas 1.1.2-l y 1.1.2-m). En concreto, para la economía china prevalecen las cifras de previsiones anteriores, aunque lastradas por desafíos de medio y largo plazo que necesitan superarse; entre ellos, destacan la necesidad de consolidar una más convincente senda de recuperación del sector manufacturero, restaurar la confianza inversora que acompañe con flujos de entrada de capital y resolver las debilidades de un sector inmobiliario que, a través de los distintos canales de transmisión, continúa ejerciendo una presión a la baja sobre el consumo y los precios.

A este horizonte secular se suman fuerzas globales de cambio menos previsibles que en el pasado, tal como está demostrando la experiencia electoral de este año, con una realidad geopolítica empañada por cada vez más conflictos armados y nuevas grietas que indican un camino cada vez más claro hacia un orden mundial multipolar de bloques con formas muy diferentes de ver el mundo. De un lado, va tomando forma un proteccionismo en el bloque de economías desarrolladas, con vistas a mantener un estatus similar al garantizado mediante el libre comercio. Esta posición se instaure reformulando las relaciones comerciales hacia regiones con agendas más alineadas, asegurando los pilares y líneas de aprovisionamiento estratégicos que garanticen el acceso a materias



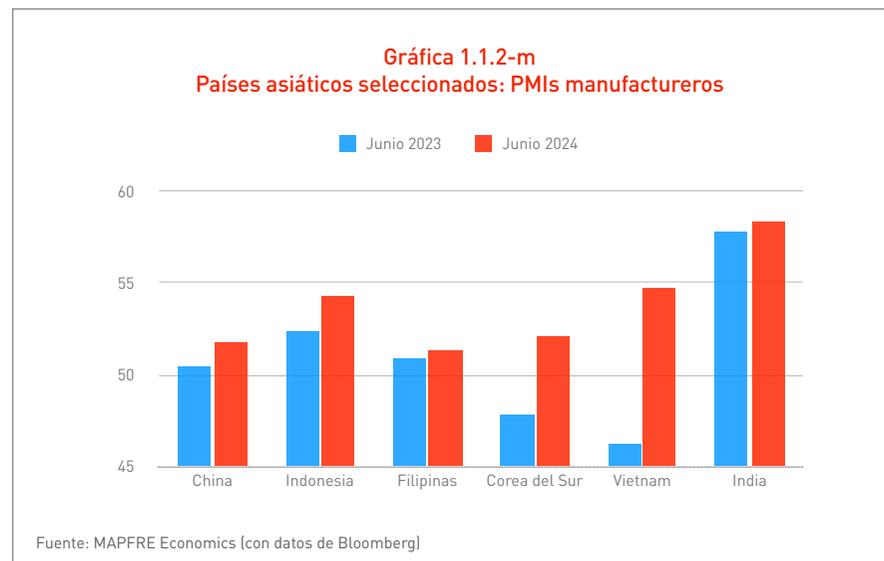


primas críticas, así como recuperando los aranceles como medida para compensar las asimetrías comerciales en términos de competencia. En el otro lado, y cuestionando ese liderazgo, hay una visión mercantilista que aflora desde el bloque más poblado de países emergentes, alentando las fuerzas del libre mercado hasta ahora impuestas y reclamando un mayor papel en el mundo (véase el Recuadro 1.1.2).

1.1.3 Escenarios y previsiones

Escenario base

En el *escenario base* que se considera en este informe, el crecimiento global ve mejoradas las perspectivas económicas de 2024 y 2025, con tasas de crecimiento del 3,0% y 2,9% para cada uno de esos años, lo que confirma que queda todavía incompleta la vuelta hacia recuperar el ritmo potencial (véase la Tabla A-1 en el apéndice de este informe). Esta



leve mejora en los niveles de actividad global se explica por las contribuciones marginalmente más positivas de ciertas economías desarrolladas, como la Eurozona, aunque el impulso principal sigue apoyándose en la expansión de las economías emergentes, y más concretamente en Asia, que mantienen el liderazgo en la contribución a pesar de la relativa debilidad de China. Por lo que respecta a la inflación, se mantienen la visión de una dinámica descendente en 2024, pero que seguirá superando los objetivos propuestos a corto plazo, promediando un 4,5%. De cara a 2025, se anticipa un horizonte de control más extendido, con un 3,5% que, acompañado del mejor tono de la actividad económica, permite visualizar un panorama menos estancacionario que en el pasado (véase la Tabla A-2 en el apéndice de este informe).

En clave de política monetaria, se prevé una transición hacia políticas neutrales de forma mayoritaria y progresiva, aunque algo menos ordenada que en el pasado, donde la sincronización de ciclos lo permitía

Recuadro 1.1.2 Proteccionismo, mercantilismo y neo-mercantilismo

Los últimos tiempos se han caracterizado por una creciente proliferación de críticas hacia el modelo de comercio actual que han impulsado, en cierta medida, argumentos y teorías del pasado sobre la articulación de corrientes económicas como el proteccionismo y el mercantilismo y que, aunque surgidas en diferentes épocas y bajo diferentes contextos, comparten el objetivo común de tratar de fortalecer la economía nacional mediante la intervención de los poderes estatales en el funcionamiento del mercado.

El proteccionismo tiene su origen en las prácticas mercantilistas de los siglos XVI a XVIII, predominantes por aquel entonces en la Europa postcolonial y que se basaban en el control estatal, la regulación activa para favorecer la acumulación de metales preciosos y políticas para mantener una balanza comercial favorable mediante la promoción de exportaciones y la limitación de importaciones, beneficiando a la producción local y, de alguna forma, protegiéndola frente a competencia extranjera. Entre los críticos a estas prácticas, cabe destacar a David Ricardo en *Principles of Political Economy and Taxation* (1817), cuya teoría de la ventaja comparativa argumentaba que los países que se especializan en la producción de bienes en los que tienen una ventaja relativa y comercian con otros países para obtener los productos que no pueden producir eficientemente, utilizan sus recursos de manera más eficiente y aumentan por tanto el bienestar general. También David Hume y Adam Smith levantaron críticas en sus obras *Of the Balance of Trade* (1752) y *The Wealth of Nations* (1776), señalando ineficiencias como la distorsión de precios, la mala asignación de recursos o la proliferación de prácticas monopolísticas, surgidas por la concesión de ciertos privilegios a determinado grupos de interés e industrias nacionales.

A pesar de ello, y poniendo como punto de referencia a la guerra comercial entre China y Estados Unidos iniciada en 2018, el mundo comienza a ser

testigo del establecimiento y fundación de una nueva corriente, el *neo-mercantilismo*, con hilos teóricos en parte heredados de estos modelos intervencionistas y, por otro, con el acuñamiento de nuevas señas de identidad bajo un renovado formato. Así, esta estrategia competitiva contemporánea combina elementos de ambos sistemas, pero adaptados a las complejidades y realidades de la economía global del siglo XXI. Términos como los *aranceles*, *sectores estratégicos*, *alianzas comerciales* y *competencia por las materias primas*, emergen de nuevo para desafiar el *statu quo*, bien para asegurar los posicionamientos actuales en el escenario global o bien con intenciones de cambiarlo, pero con la respuesta común de que los desafíos justifican y deben abordarse desde una visión de mayor intervención gubernamental.

Una conclusión de la historia en cuanto a los mecanismos de control es que las políticas para maximizar las exportaciones y minimizar importaciones, controlando la inflación externa y manteniendo tipos de interés de equilibrio en base a factores internos, son prácticas que terminan por desembocar en inflación interna. Esto se debe a una pro-ciclicidad surgida de la combinación de tipos de interés artificialmente bajos y estímulos de la demanda articulados desde el gasto gubernamental, dinámica que profundiza en el problema a mayor tamaño del déficit y/o mayor implicación del banco central. Tampoco el manejo de los tipos de cambio o el control de precios ofrece eficiencias demostrables *per se*, ya que el incentivo para implementar estas medidas desaparece no solo de la mano de una falta de innovación por falta de competencia, sino que además puede llevar a distorsiones más abruptas en momentos de inestabilidad económica. Esto se debe a que tanto en ciclos de sobreproducción como de infraproducción, incluso ante situaciones de un consumo *subpar*, se exponen las fragilidades internas de sectores tan relevantes como el alimentario y o el energético, donde la

Recuadro 1.1.2 (continuación)
Proteccionismo, mercantilismo y neo-mercantilismo

volatilidad de precios puede tener un papel significativo y cuyo alcance de daños suele ser estructural.

Por último, a las lecciones del pasado cabe sumar los elevados niveles de globalización actual, el avance generalizado del libre comercio y las interconexiones/interdependencias de las cadenas de suministro como elementos clave en el futuro, ya que disparan el riesgo de que la puesta en práctica de ciertas medidas desaten efectos dominó no deseados, o bien que lleven a la economía global a desenvolverse en un entorno de ciclos económicos totalmente desincronizados y basados en dinámicas y leyes de la oferta, así como a respuestas desde el lado de la demanda que favorezcan únicamente a las partes involucradas.

En este sentido, y según palabras de Franklin D. Roosevelt (el presidente de Estados Unidos que comenzó adoptando medidas proteccionistas durante los primeros años de su mandato, como la aprobación de la ley arancelaria Hawley-Smoot en 1930, y que solo unos años después, en 1934, decidió impulsar teorías opuestas basadas en las doctrinas de Keynes, como la Ley de Acuerdos Comerciales Recíprocos, que defendían el establecimiento de acuerdos bilaterales en materia comercial y sentaba las bases del libre comercio): “Debemos tener en cuenta el hecho de que las leyes económicas no son hechas por la naturaleza sino por seres humanos”.

y la coordinación era un factor evidente. En concreto, y tras una pausa estival, se espera que la Reserva Federal de los Estados Unidos comience a reducir los tipos de interés en septiembre, seguida de los segundos recortes en otras economías desarrolladas, como Europa y Canadá, habilitando por último a las economías emergentes donde, a pesar de llevar la iniciativa en el ciclo monetario, la evolución de la última milla de inflación ha demostrado no ser tan prometedora como esperaban los propios bancos centrales.

En suma, el clima de desaceleración económica global se mantiene a corto plazo en las previsiones, pero contienen revisiones ajustadas levemente al alza, y a medio plazo hay expectativas de volver a cifras más próximas al potencial, pero los argumentos todavía no son suficientes. En materia de inflación, todavía falta por profundizar en la moderación del crecimiento de los precios para justificar políticas monetarias neutrales y menos acomodaticias. Los desafíos

estructurales siguen sesgando el mapa de riesgos a la baja y el riesgo geopolítico permanece de forma reiterada como catalizador más probable del escenario estresado.

Escenario estresado

El *escenario estresado* sigue mostrando un panorama dominado por primas de riesgo geopolíticas, efecto que se traslada a través de los distintos canales a la inflación. El origen del *shock* se mantiene en las materias primas energéticas, con el precio del petróleo en cuotas de los 100 USD/barril, durante dos trimestres consecutivos y estable en el rango de 90 USD/barril durante todo 2025. Se estima un efecto en precios globales, que se elevan en casi medio punto durante el conjunto de 2024 y 2025, mientras que la erosión de la actividad sería más limitada en 2024, con 1 décima menos de crecimiento; el año 2025

presentaría un empeoramiento agregado de medio punto en términos globales, al arrastrar parte de los efectos rezagados de una política monetaria más estricta (véanse las Tablas A-1 y A-2 en el apéndice de este informe).

En concreto, y si bien no es un escenario cuyas consecuencias puedan descarrilar el sentido de esta, las medidas de relajación de los bancos centrales se trasladarían hasta finales de año, una vez dejado atrás los máximos del *shock* y verían limitadas las opciones de profundizar en la relajación durante todo 2025, cuyos objetivos se verían desplazados hacia garantizar la estabilidad de precios a cambio de sacrificar algo de crecimiento futuro.

Las condiciones financieras contienen un aumento de la tensión delimitado en 1,5 desviaciones estándar y una respuesta de activos de riesgo similar a ejercicios anteriores, donde la corrección media se sitúa en el 15% para la renta variable global y la ampliación de diferenciales en 150 puntos básicos, activándose un *flight to quality* que favorece los activos seguros y de calidad.

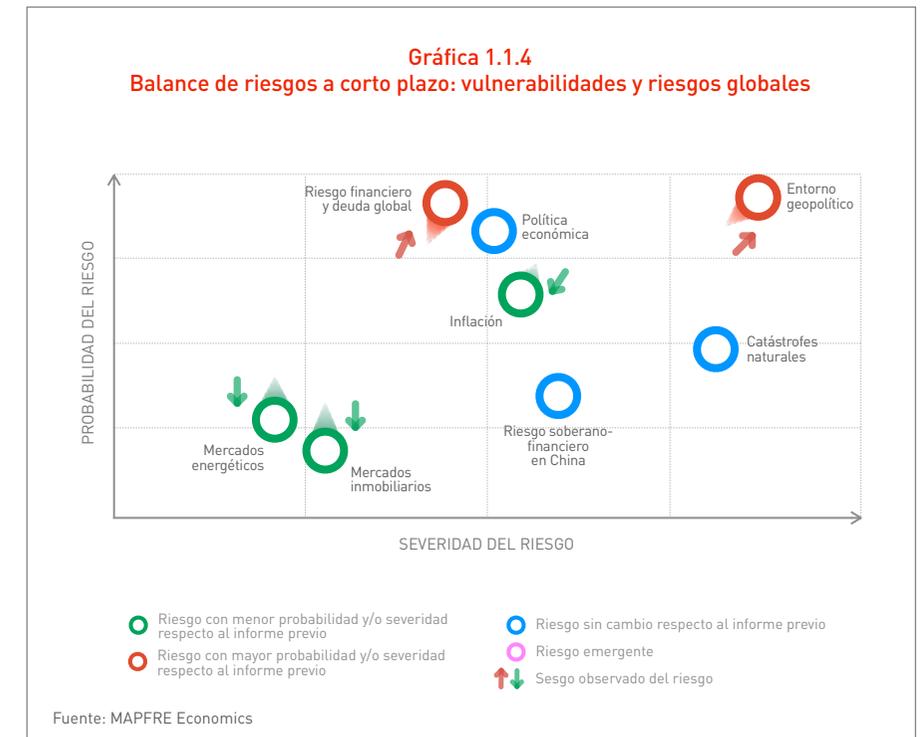
1.1.4 Balance de riesgos

Respecto al balance de riesgos de corto plazo, se presenta a continuación el conjunto de aspectos que podrían afectar el desempeño de la economía global en lo que resta de 2024, los cuales se ilustran en el mapa de riesgos que se incluye en la Gráfica 1.1.4.

Riesgo financiero y deuda global

Los altos niveles de deuda y déficit de muchos países están entre los principales riesgos a medio plazo para la estabilidad del sistema financiero. Tanto el sistema financiero como la economía real se pueden ver afectados por el apalancamiento público y privado para sostener el

dinamismo. En Estados Unidos, por ejemplo, se espera un déficit fiscal este año cercano al 7%, en un contexto de crecimiento de la economía que se estima en el entorno del 2,1%; contexto en el que el gobierno debería estar haciendo esfuerzos por encauzar las cuentas públicas y reducir deuda federal que representa el 122% del PIB (la deuda total, incluyendo la federal, estatal y local alcanza el 135% del PIB). La propia oficina de presupuestos del congreso estima que la deuda está en una trayectoria insostenible y el esfuerzo de pago de intereses puede ser inmanejable si los tipos de interés se mantienen altos. En agosto de 2023, la agencia de calificación Moody's retiró la calificación de AAA a Estados Unidos, dejándola en AA+. En síntesis, aún en el escenario de



que la reserva Federal reduzca los tipos de interés, los mercados pueden seguir exigiendo tipos altos para comprar la deuda estadounidense si persisten dudas sobre la trayectoria de esta. Alternativamente, la Reserva Federal se podría embarcar en nuevas rondas de expansión cuantitativa (QE) para mantener los tipos de interés de la deuda federal en niveles asumibles, incluso a riesgo de caer en la *dominancia fiscal*.

En Europa, por su parte, se ha decidido terminar la excepcionalidad post-pandémica y reactivar las reglas fiscales que se habían suspendido temporalmente. Así, a finales de junio, la Comisión Europea abrió un Procedimiento de Déficit Excesivo a 7 países europeos, entre los que se incluyen Francia e Italia. Por tanto, en términos de riesgos, o los países racionalizan sus déficits implicando un menor crecimiento y otros efectos de la austeridad, o es posible que los mercados comiencen a tensionar la deuda soberana y, por efectos encadenados, la deuda privada corporativa. Esto ocurre, además, en un contexto en el que los bancos centrales más relevantes se encuentran en un proceso de reducción del balance y, por ende, de venta de activos soberanos y corporativos globales, añadiendo con ello mayor presión alcista a los retornos esperados por el mercado por dicha deuda.

Pese a no existir una tensión soberana equiparable, en los mercados emergentes hay riesgos relacionados con su deuda emitida en monedas fuertes (por ejemplo, en Turquía y Argentina), que, en un contexto de restricción financiera, puede dificultar la renovación y repago de su deuda.

Riesgo soberano-financiero en China

El mercado inmobiliario en China sigue enfrentando dificultades. Las ventas de viviendas han caído un 27% a/a en junio, y el inicio de obras ha caído un 24% en oficinas y un 25% en residencial. Los precios cayeron un -4,5% a/a en junio, encadenando 13 meses consecutivos de bajadas, a

pesar de las medidas de apoyo anunciadas por las autoridades. El sostenimiento de las empresas promotoras participadas por el Estado tiene repercusiones, por el momento asumibles, en la deuda de las instituciones locales, lo que llevará a planes de ajuste que impacten sobre la actividad económica doméstica y sobre las importaciones de materias primas. La reciente publicación del PIB chino mostró un crecimiento del 4,7% interanual en el segundo trimestre del año, inferior al 5,1% estimado y al 5,3% del primer trimestre, abundando en indicios de desaceleración de la actividad económica, especialmente la vinculada con la exportación industrial.

Entorno geopolítico

La visita del primer ministro húngaro Viktor Orbán a Moscú en julio ha generado controversia significativa dentro de la Unión Europea y la OTAN. Las discusiones de Orbán con el presidente ruso, Vladimir Putin, se centraron en buscar posibles vías para la paz en Ucrania, pero Putin se mantuvo firme en su demanda de que Ucrania retire sus tropas de las regiones anexadas, una condición rechazada por Ucrania y sus aliados. Esta visita ha sido vista por muchos como un debilitamiento de la unidad europea y una legitimación indirecta de las acciones de Rusia, complicando el tenso panorama geopolítico.

Por otra parte, las recientes elecciones legislativas francesas del 7 de julio de 2024 resultaron en un parlamento sin mayoría. La alianza de izquierda Nuevo Frente Popular emergió como el bloque más grande con 188 escaños, seguido por la alianza centrista del presidente Emmanuel Macron con 161 escaños, y la extrema derecha del Rally Nacional con 142 escaños. Este resultado se espera que añada cierto grado de complejidad en la gobernanza política, ya que ningún grupo obtuvo la mayoría.

En la Unión Europea, las recientes elecciones al Parlamento Europeo vieron ganancias tanto para los partidos pro-UE como para los

nacionalistas, conduciendo a un parlamento fragmentado. Esta polarización podría llevar a redibujar las políticas europeas, particularmente en asuntos exteriores y reformas internas. Asimismo, las elecciones reflejan las crecientes divisiones de opinión dentro de Europa, planteando desafíos para la futura gobernanza y estabilidad. En contrapartida, la reciente ratificación de Ursula von der Leyen al frente de la Comisión Europea inclina la balanza más hacia el lado del continuismo.

En Oriente Medio, la guerra en Gaza sigue sin una solución a la vista. Las negociaciones en curso buscan reducir la tensión y promover la paz. La resolución de este conflicto es crucial para moldear el panorama geopolítico de la región, con implicaciones significativas para la seguridad energética global y la estabilidad política.

En Estados Unidos, las próximas elecciones presidenciales son cruciales, con implicaciones significativas tanto para las políticas nacionales como internacionales. La administración actual enfrenta desafíos tanto internos como de la oposición, con cuestiones críticas que incluyen la gestión económica, la política exterior y la regulación tecnológica. Los resultados de las elecciones podrían remodelar las relaciones Estados Unidos y China, así como las dinámicas geopolíticas globales en general, convirtiéndolas en un evento crucial para observar. La rivalidad entre Estados Unidos y China sigue intensificándose, particularmente en los ámbitos del comercio y la tecnología. Recientemente, Estados Unidos impuso nuevos aranceles a las exportaciones de acero chino y está considerando más sanciones debido al apoyo de China a Rusia en el conflicto de Ucrania. En represalia, China sancionó a empresas de defensa estadounidenses involucradas en ventas de armas a Taiwán, prohibiéndoles inversiones y transacciones en China. Estas acciones subrayan la competencia estratégica en aumento y la interdependencia compleja entre las dos mayores economías globales.

En el entorno geopolítico destaca, asimismo, el fortalecimiento de la alianza de los BRICs. Este grupo, además de estar expandiendo el número de países adheridos, tiene como objetivo ampliar las relaciones comerciales entre ellos y reducir las transacciones en dólares en las relaciones comerciales bilaterales.

Por último, la ciberseguridad sigue siendo un problema crítico a nivel global, con ataques cada vez más frecuentes y sofisticados que apuntan a infraestructuras esenciales. El uso de ciberataques como herramientas de política estatal, sigue representando una amenaza significativa para la seguridad y la estabilidad económica de las naciones.

Mercados energéticos

La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en su reunión de junio, acordó mantener los recortes voluntarios de producción de 1,65 millones de barriles y extenderlo hasta diciembre de 2025. No obstante, en la última reunión no hubo consenso y de ahí que los recortes sean voluntarios. El objetivo es mantener la estabilidad de los precios y el equilibrio en los mercados. Por su parte, Europa profundiza en la lista de sanciones a Rusia (que afectan tanto al gas como al petróleo), así como en limitar las fuentes de aprovisionamiento indirectas que hasta ahora estaban encontrando salida hacia el mercado europeo.

Inflación

Aunque la moderación a la baja de los datos de inflación global continúa, encuentra resistencias en el final del camino como resultado de algunas restricciones de oferta, especialmente en el lado de los servicios. Así, se percibe como complicada la rápida consecución en el corto plazo del objetivo generalista de los bancos centrales de un crecimiento de los precios cercano al 2%.

Entre los más relevantes, los motivos que mayor escrutinio suscitan para esa inflación de “última milla” son que: (i) el sector servicios sigue sin desacelerar el ritmo de trasladar márgenes; (ii) la evolución salarial aún sugiere prudencia; (iii) se mantiene incierta la evolución del riesgo geopolítico; (iv) las materias primas han respondido al mejor desempeño global, y (v) las cadenas de suministro siguen con elevado riesgo de volver a congestionarse.

Por otro lado, no hay que olvidar que persiste cierto riesgo de repunte en los precios energéticos, tanto por los conflictos bélicos en curso como de las propias sanciones activadas por los países occidentales. Asimismo, la tensión en el Mar Rojo reaviva los temores de interrupción y retrasos en las cadenas de suministro, lo que afectaría al volumen de oferta y, por lo tanto, a la evolución de los precios, tal como se vivió en 2022. Y, finalmente, las políticas fiscales expansivas como estímulo a la economía tienen como efecto una continuación de la expansión de la masa monetaria.

De otro lado, comienza a observarse una cierta relajación de las condiciones financieras, la cual aún puede juzgarse modesta dada la retórica de los bancos centrales respecto a estar seguros de que las expectativas de inflación se hayan moderado antes de implementar bajadas más agresivas de tipos de interés. Sin embargo, sigue esperándose un proceso de convergencia hacia la desinflación más pronto que tarde, especialmente a la luz de los primeros atisbos de atonía en algunas grandes economías.

Política económica

Los bancos centrales de los países del G7 han comenzado a reducir los tipos de interés, dados los avances en la moderación de la inflación. En Europa, ya se han bajado en junio y en Estados Unidos se espera la primera bajada para septiembre. No obstante, el ritmo de bajadas estará condicionado a que se registren datos de inflación moderados. Una cierta

tensión en la inflación de servicios puede hacer que los bancos centrales desaceleren las bajadas previstas. Asimismo, una inflación más alta durante más tiempo implicaría unas renovaciones de deuda a tipos más altos, tanto para los entes públicos como los privados, aumentando los riesgos de inestabilidad en los mercados y en el sector financiero.

En Estados Unidos, la crisis de los bancos medianos en 2023 se pudo salvar mediante líneas de liquidez de emergencia y absorción de bancos medianos por otros más grandes. Sin embargo, la FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) avisa que los bancos regionales, y concretamente su tenencia de bonos, están en pérdidas, lo que es un problema que no está resuelto y los riesgos de insolvencias pueden volver a elevarse. Asimismo, en Japón, ciertos bancos comienzan a hacer sonar las alarmas por pérdidas no realizadas. Las subidas de tipos de interés en todo el mundo, y las esperadas para Japón en particular, pueden poner las carteras de bonos de bancos y aseguradoras en situación de pérdidas. En Europa, por el momento, el riesgo parece más contenido.

Mercados inmobiliarios

La sensibilidad de los precios inmobiliarios al endurecimiento financiero a corto plazo ha demostrado ser baja, aunque varía según los países y los activos. El sector residencial que tiene un uso más cautivo tiene menor sensibilidad, mientras que el sector de oficinas, especialmente debido a la aparición del teletrabajo, empieza a ver un aumento en las tasas de desocupación. Este problema es especialmente visible en Estados Unidos, donde muchos propietarios de oficinas y locales comerciales recurren a elevados niveles de apalancamiento. Una persistencia en el tiempo de tipos de interés altos, junto con elevadas tasas de desocupación pueden generar problemas a muchos propietarios y contagiar a sus financiadores. En Estados Unidos, los precios del inmobiliario residencial siguen subiendo a cerca del 5% anual, mientras que en Europa difiere el norte del sur (en Alemania bajan un -6% y en

Francia un -5%, mientras que en España suben un 6,4%, en Italia un 1,7% y en Portugal un 7%).

El problema de oferta no parece resolverse, mientras que la demanda ya parece empezar a reactivarse con la perspectiva de bajadas de tipos de interés, profundizando en el desequilibrio. El riesgo de desvinculación entre precios y fundamentales habilita en cierta medida una potencial vulnerabilidad financiera por comportamientos que se asemejen más al de un activo financiero que al de un activo real.

Catástrofes naturales

Un devastador terremoto en Turquía y Siria, las tormentas convectivas severas y las inundaciones urbanas a gran escala fueron los principales eventos que impulsaron las pérdidas aseguradas por catástrofes naturales hasta los 108.000 millones de dólares en 2023, reafirmando la tendencia de crecimiento anual del 5-7% en las pérdidas mundiales aseguradas por catástrofes naturales desde 1994. Se estima que las pérdidas aseguradas podrían duplicarse en los próximos diez años a medida que aumenten las temperaturas y los fenómenos meteorológicos extremos sean más frecuentes e intensos². Por ello, las medidas de mitigación y adaptación son fundamentales para reducir el riesgo de catástrofes naturales.

Problemas de cosechas, como las experimentadas con el café y el cacao en 2024 en algunos países productores clave, ponen de manifiesto que también un desequilibrio entre oferta y demanda puede tener un efecto severo en precios y cantidades suministradas. El café ha subido un 31% y el cacao un 85% en lo que va de 2024. Por otra parte, la transición energética, si bien continúa en marcha, parece perder cierto impulso a raíz del coste que supone con respecto a las fuentes tradicionales. No obstante, los gobiernos occidentales siguen firmemente comprometidos a seguir avanzando en ella.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Empujada por estímulos fiscales, pero con signos de debilidad en el mercado laboral.

La economía de Estados Unidos creció un 2,9% en el primer trimestre de 2024, lo que significa un ritmo de 1,4% t/t anualizado. El consumo de los hogares se desacelera (2,2%), mientras que el consumo del gobierno y la inversión siguen dando soporte a la actividad económica. De cara a la totalidad de 2024, se prevé un crecimiento del 2,1%, un ritmo que se mantiene gracias a los sucesivos incentivos fiscales, que derivarían en un déficit fiscal que se estima en torno al -7,3% (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

Estados Unidos

- La economía estadounidense mantiene dinamismo en el año electoral acumulando un déficit fiscal del 7% del PIB.
- Se prevén dos bajadas de tipos de interés por parte de la Reserva Federal en lo que resta de 2024.
- La corrección del déficit fiscal y la trayectoria de la deuda pública son los principales desafíos para los próximos años.
- La previsión de crecimiento del PIB se sitúa en el 2,1%.

Por otra parte, el mercado laboral empieza a dar signos de debilidad, con el nivel de desempleo subiendo al 4,1% en junio, desde los 3,8% de marzo. Los indicadores adelantados de la *Conference Board* están en negativo (-5,5), indicando contracción en el mercado de trabajo, construcción y manufactura. Los PMIs de junio se mantienen aún fuertes

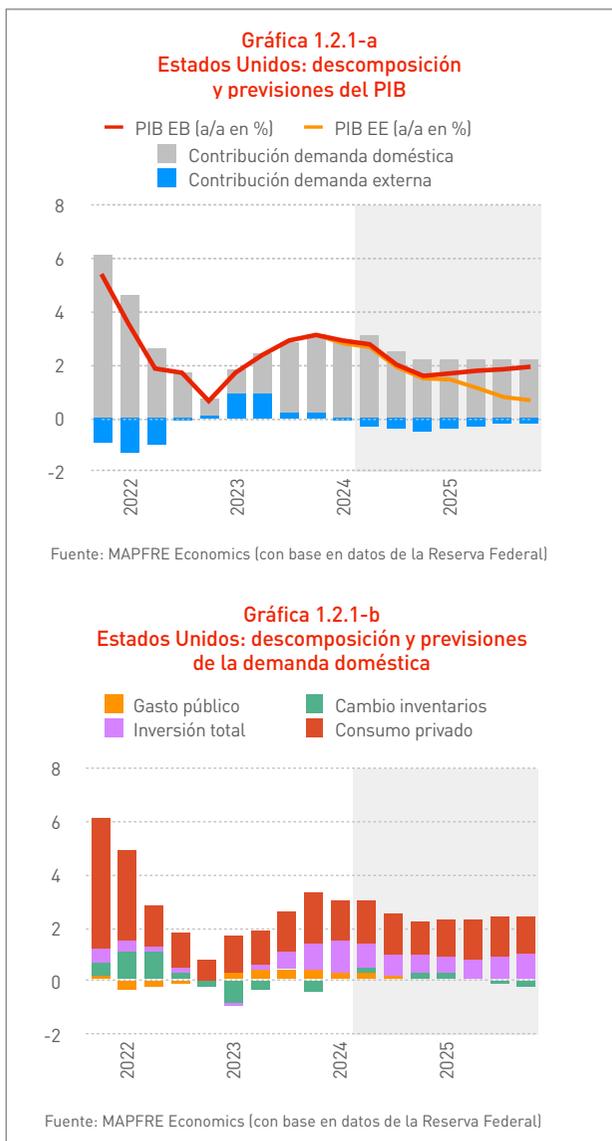
Tabla 1.2.1

Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	2,5	-2,2	5,8	1,9	2,5	2,1	1,8	2,0	1,0
Contribución de la demanda doméstica	2,6	-2,0	7,1	2,4	2,0	2,4	2,2	2,4	1,3
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,2	-1,3	-0,5	0,6	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3
Contribución del consumo privado	1,4	-1,7	5,6	1,7	1,5	1,3	1,4	1,3	0,8
Contribución de la inversión total	0,6	-0,2	1,2	0,2	0,4	0,9	0,8	0,9	0,5
Contribución del gasto público	0,5	0,4	0,0	-0,1	0,4	0,2	0,1	0,2	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,0	-2,5	8,4	2,5	2,2	2,1	2,1	2,2	1,2
Gasto público (% a/a)	3,9	2,9	0,3	-0,9	2,7	1,5	0,7	1,5	0,7
Inversión total (% a/a)	2,9	-1,0	5,3	0,9	2,1	4,2	3,5	4,2	2,4
Exportaciones (% a/a)	0,5	-13,1	6,3	7,0	2,6	2,2	3,0	2,1	2,3
Importaciones (% a/a)	1,2	-9,0	14,5	8,6	-1,7	3,7	3,8	3,7	2,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,6	6,7	4,2	3,6	3,7	4,1	4,2	4,1	4,5
Inflación (% a/a, media)	1,8	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,4	3,2	2,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,0	1,2	6,8	7,1	3,2	3,1	2,1	3,3	2,3
Balance fiscal (% PIB)	-6,6	-14,7	-11,4	-4,3	-7,9	-7,3	-7,9	-7,3	-8,3
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)	-2,1	-2,8	-3,7	-3,9	-3,3	-3,2	-3,3	-3,1	-2,9
Tipo de interés oficial (final período)	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	5,00	4,00	5,25	4,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1,91	0,24	0,21	4,77	5,59	5,26	4,20	5,57	4,70
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,92	0,93	1,52	3,88	3,88	4,21	3,97	4,72	4,47
Tipo de cambio vs USD (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,07	1,09	1,07	1,08
Crédito privado (% a/a, media)	5,6	6,4	15,5	-1,7	5,4	4,9	5,3	4,8	3,9
Crédito familias (% a/a, media)	3,4	3,4	8,0	7,5	3,7	3,0	4,6	2,9	4,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,7	8,5	4,3	10,7	3,1	3,3	4,2	3,3	4,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,4	6,7	4,9	9,8	5,6	-0,4	1,3	-0,4	1,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,4	15,2	11,2	3,3	4,5	4,3	5,1	4,3	5,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
 Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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



y mejoran con respecto a mayo, con el compuesto en 54,8, el manufacturero en 51,6 y el de servicios en 55,3 puntos.

La inflación (IPC) se ha situado en 3,0% en junio bajando -0,1% con respecto a mayo (un dato mejor del que esperaban los mercados), mientras que la subyacente se situó en el en 3,3%. En su reunión de junio, la Reserva Federal ha mantenido los tipos de interés dejándolos en 5,25%- 5,50%. El diagrama de puntos (*Dot Plot*), construido en función de los votos de los consejeros, apunta a entre una y dos bajadas de 25 puntos básicos (pbs) este año, y cuatro bajadas más en 2025. En línea con las expectativas del mercado, esperamos dos bajadas, llevando los tipos de interés al rango de 4,75%-5,00% a final de año. Cabe señalar que el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) solo ve apropiado proceder con las bajadas de tipos de interés si tiene una mayor confianza en que la inflación se esté moviendo de forma sostenida al objetivo del 2,0%.

Hay varios riesgos sobre el desempeño de la economía estadounidense. El principal de ellos es el alto nivel de deuda pública y de déficit, en un momento en el que, con un crecimiento saludable, el gobierno ya no debiera estar incurriendo en un déficit que, en 2024, podría alcanzar el 6,7% del PIB. La falta de disciplina fiscal actual significa que será necesario corregir la trayectoria más adelante y con mayor vehemencia. Igualmente, la economía se ha beneficiado en los últimos años de la entrada de mano de obra procedente de la inmigración; en el caso de que estos flujos migratorios se redujeran, el crecimiento podría verse afectado. Por último, debe destacarse que la curva de tipos de interés sigue invertida y, por tanto, la economía todavía no está libre de la posibilidad de una recesión, aunque las probabilidades han bajado del 60% hace un año hasta el 30% ahora.

1.2.2 Eurozona

La Eurozona refleja la atonía de sus principales economías.

La economía de la Eurozona creció un 0,4% a/a y 0,3% t/t en el primer trimestre del año; un valor bajo, pero en tendencia de recuperación. El endurecimiento de las condiciones financieras como instrumento para controlar la inflación se ha transmitido de forma vigorosa, y su efecto habría sido aún mayor de no haber sido por la política fiscal expansiva y los Planes de Recuperación y Resiliencia. De cara a los próximos trimestres, se espera la inversión de las fuerzas; esto es, la relajación de la política monetaria y la contracción de las políticas fiscales, con la reactivación de las reglas fiscales de la Unión Europea. En este contexto, nuestras expectativas marcan una previsión de crecimiento del PIB de la región en torno al 0,8% durante 2024 y al 1,7% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b). Los PMIs de junio muestran optimismo en los servicios (52,8), pero un sector manufacturero (45,8), y en concreto de la construcción (41,8), todavía estancados. Los indicadores adelantados (*Conference Board*), indican que la confianza en el sector servicios se ha estabilizado, aunque el panorama global todavía no ha mejorado.

Eurozona

- La transmisión de las condiciones financieras restrictivas ha sido fuerte y ha frenado la demanda.
- El Plan de Recuperación y Resiliencia ha sido clave para evitar un mayor deterioro de la actividad económica en la Eurozona, la cual se prevé que crezca 0,8% en 2024.
- La inflación se ha moderado, pero aún falta el tramo final hasta el objetivo del 2%.

Por otra parte, la inflación se ha moderado significativamente en el último año y medio, pero le está costando acercarse al objetivo del 2,0%

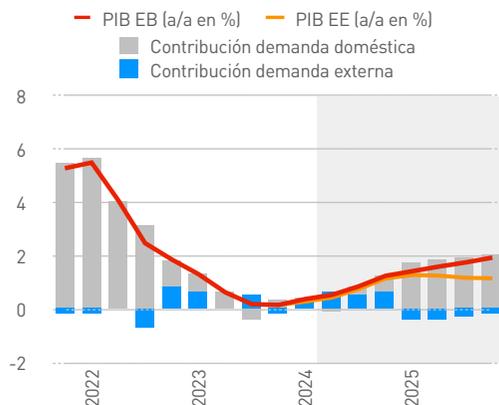
Tabla 1.2.2

Eurozona: principales agregados macroeconómicos

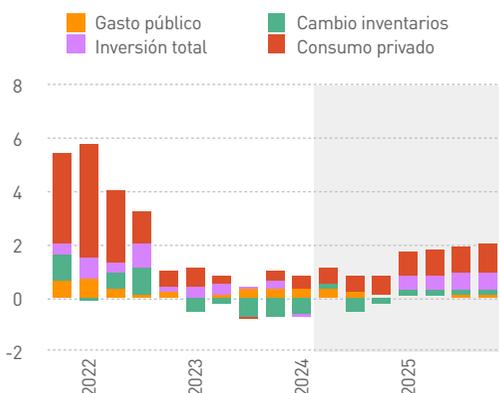
	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	1,6	-6,2	5,9	3,5	0,6	0,8	1,7	0,7	1,2
Contribución de la demanda doméstica	2,3	-5,6	4,5	3,5	0,3	0,2	1,9	0,2	1,6
Contribución de la demanda externa	-0,7	-0,6	1,4	0,0	0,3	0,5	-0,3	0,4	-0,3
Contribución del consumo privado	0,7	-4,2	2,3	2,2	0,3	0,6	1,0	0,6	0,8
Contribución de la inversión total	1,4	-1,3	0,8	0,6	0,3	0,0	0,6	0,0	0,5
Contribución del gasto público	0,4	0,2	0,9	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,4	-7,8	4,4	4,2	0,6	1,1	1,9	1,1	1,6
Gasto público (% a/a)	1,8	1,0	4,2	1,6	1,0	1,0	0,5	1,0	0,5
Inversión total (% a/a)	6,6	-6,2	3,7	2,6	1,5	-0,1	2,8	-0,1	2,1
Exportaciones (% a/a)	3,3	-9,4	11,4	7,4	-0,6	1,4	3,1	1,4	2,6
Importaciones (% a/a)	5,0	-8,8	9,2	8,1	-1,2	0,4	4,0	0,4	3,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,5	8,3	7,1	6,7	6,5	6,5	6,4	6,5	6,6
Inflación (% a/a, media)	1,2	0,3	2,6	8,4	5,4	2,3	2,0	2,4	1,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,0	-0,3	4,6	10,0	2,7	2,1	2,0	2,2	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-0,5	-7,0	-5,3	-3,7	-3,6	-3,2	-2,7	-3,2	-2,9
Balance fiscal primario (% PIB)	1,1	-5,5	-3,8	-2,0	-1,9	-1,3	-0,7	-1,3	-0,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,5	1,7	2,7	-0,6	1,6	2,3	1,9	2,3	1,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,50	2,25	4,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,97	1,76	2,97	1,48
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,32	-0,19	0,32	3,39	2,79	3,05	3,01	3,73	3,73
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,07	1,09	1,07	1,08
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	3,3	2,9	3,9	4,2	1,4	2,0	4,3	2,0	4,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,0	3,0	2,9	5,3	0,5	2,6	4,6	2,6	4,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,4	0,2	1,5	9,0	0,9	-0,4	1,4	-0,3	1,6
Tasa de ahorro [% renta neta disp.,	13,1	19,7	17,7	13,7	14,4	15,4	14,7	15,4	14,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

Gráfica 1.2.2-a
Eurozona: descomposición
y previsiones del PIB

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

Gráfica 1.2.2-b
Eurozona: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica

Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

(2,5% en junio). El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambios los tipos de interés en su reunión de julio, después de haber bajado en 25 pbs en junio, hasta 4,25% en las operaciones principales de financiación y 3,75% en el tipo de interés de depósito, a la espera de más pruebas de progreso en el proceso desinflacionario. En este sentido, se espera una bajada adicional de 25 pbs en septiembre y otra igual en diciembre; bajadas pausadas en función del comportamiento de la inflación.

El desempeño a corto plazo de la economía europea dependerá en gran medida de la conjugación de fuerzas entre la relajación monetaria prevista, y por tanto de la inflación, y del regreso de las reglas fiscales, esto es, del endurecimiento fiscal. A medio plazo, la credibilidad de la solvencia de los gobiernos, y consecuentemente de los costes de financiación públicos que afectan a los de los privados, serán un factor determinante. Será clave observar el “*tapering*” (reducción de la intervención en los mercados) por parte del BCE, y cómo repercutirá en los costes de financiación pública y privada. El desenlace de la guerra de Ucrania, las tensiones en los mercados energéticos, así como las elecciones estadounidenses y su influencia en la geopolítica global serán otros factores para observar.

1.2.3 España

La economía española ha mostrado resiliencia al endurecimiento de las condiciones financieras.

La economía española ha mostrado resiliencia al endurecimiento de las condiciones financieras de los últimos dos años. En el primer trimestre del año, el PIB creció un 2,5% a/a (0,8% t/t), con el consumo de los hogares creciendo un 2,5% y el del gobierno un 5,2%. Por su parte, las exportaciones decrecen ligeramente, con los bienes decreciendo al 4,4% y los servicios creciendo al 9,0%. Asimismo, la balanza

por cuenta corriente lleva una racha de 12 años en positivo. Se prevé que el consumo se desacelerará a raíz de la inflación, pero la inversión tenderá a recuperarse a medida que las condiciones financieras se vuelvan más favorables. Las exportaciones son otro factor positivo en el cómputo, puesto que crecen más que las importaciones, aunque la balanza comercial es negativa.

Las encuestas a los gestores de compras (PMIs) apuntan a una continuación de la fortaleza, con el compuesto en 55,8, el manufacturero en 52,3 y el de servicios en 56,8 puntos. El índice de confianza del consumidor, en contrapartida, se mantiene en negativo (-14,1), reflejando una menor propensión al consumo, motivada por el alza de precios. Los indicadores adelantados, variables que se mueven antes que los indicadores macroeconómicos, coinciden que la economía deberá seguir resiliente en los próximos trimestres.

En este contexto, nuestras previsiones revisadas apuntan a un crecimiento del PIB del 2,4% en 2024 y del 1,9% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b). Por otra parte, la inflación de junio se situó en 3,4%, mostrando que el tramo final de bajada implicará esfuerzos adicionales, a la vez que las revisiones salariales alargan la vida del ciclo inflacionista. En este sentido, la inflación armonizada sube 3,5% y la subyacente lo hace un 3,0%.

España

- La perspectiva de nuevas bajadas de tipos de interés por parte del Banco Central Europeo parece ofrecer soporte en 2024 y 2025 para la economía española.
- La concesión de hipotecas comienza a recuperarse.
- Se prevé que la economía española crezca en torno al 2,4% en 2024.
- La inflación está mostrando cierta resistencia a bajar más.

Tabla 1.2.3

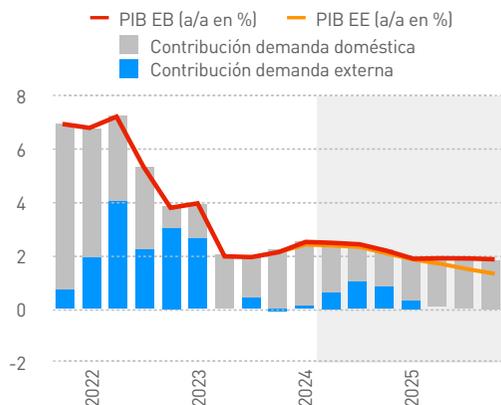
España: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	2,0	-11,2	6,4	5,8	2,5	2,4	1,9	2,3	1,6
Contribución de la demanda doméstica	1,6	-8,9	6,7	3,0	1,8	1,7	1,8	1,7	1,5
Contribución de la demanda externa	0,4	-2,3	-0,3	2,8	0,7	0,7	0,1	0,6	0,1
Contribución del consumo privado	0,6	-7,0	4,0	2,7	1,0	1,1	0,9	1,1	0,8
Contribución de la inversión total	0,9	-1,8	0,6	0,5	0,1	0,5	0,9	0,5	0,8
Contribución del gasto público	0,4	0,7	0,7	0,0	0,8	0,4	0,2	0,4	0,2
Consumo privado (% a/a)	1,1	-12,3	7,1	4,7	1,8	2,0	1,7	2,0	1,4
Gasto público (% a/a)	1,9	3,6	3,4	-0,2	3,8	2,0	1,0	2,0	1,0
Inversión total (% a/a)	4,5	-9,0	2,8	2,4	0,8	2,6	4,8	2,5	4,1
Exportaciones (% a/a)	2,2	-20,1	13,5	15,2	2,3	3,7	2,4	3,7	2,0
Importaciones (% a/a)	1,3	-15,0	14,9	7,0	0,3	2,2	2,3	2,2	1,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	13,8	16,1	13,4	13,0	11,8	11,5	11,1	11,5	11,3
Inflación (% a/a, media)	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,5	3,3	2,5	3,4	2,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,4	-0,7	5,8	6,6	3,3	3,3	2,2	3,4	2,2
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-10,1	-6,7	-4,7	-3,6	-3,2	-2,8	-3,2	-3,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,8	-7,8	-4,5	-2,3	-1,1	-0,7	-0,4	-0,7	-0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,1	0,6	0,8	0,6	2,6	3,1	3,3	3,1	3,2
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,50	2,25	4,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,97	1,76	2,97	1,48
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,47	0,06	0,60	3,66	3,00	3,35	3,40	4,14	4,24
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,07	1,09	1,07	1,08
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-0,2	-1,0	0,1	0,6	-2,1	-0,1	4,5	-0,1	4,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,1	1,8	3,9	1,9	-3,4	2,2	4,2	2,2	3,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	7,6	11,0	-0,1	-11,9	-4,0	-2,2	2,5	-2,1	3,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	8,2	17,7	13,8	7,6	11,7	13,0	11,5	13,0	11,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
 Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

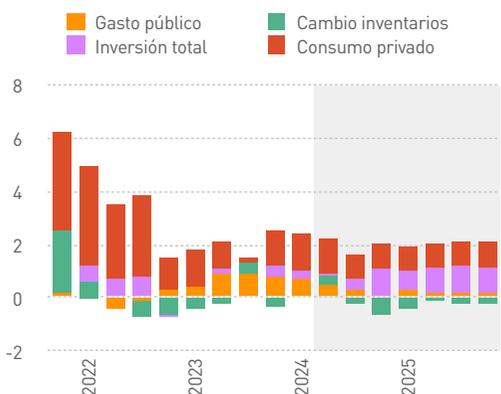
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.3-a
 España: descomposición y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INE)

Gráfica 1.2.3-b
 España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del INE)

En síntesis, las condiciones financieras más estrictas de los dos últimos años parece que han sido razonablemente soportadas por el consumo y han impactado en alguna medida la inversión, principalmente en la concesión de hipotecas, pero no tanto en la construcción dado que los ciclos de licenciamiento y edificación se mueven en períodos más largos. Con respecto al déficit fiscal, en el entorno de 3,6% en 2024 y el 3,1% que se anticipa para 2025, parece haber pasado en la línea de corte de la Comisión Europea y España se ha librado de ser incluida en el procedimiento de déficit excesivo que han incluido a Francia e Italia.

1.2.4 Alemania

La actividad económica sigue débil y el PIB se ha vuelto a contraer en el primer trimestre del año.

El PIB de Alemania se ha contraído nuevamente en el primer trimestre del año un -0,2% a/a, y por segunda vez consecutiva. El consumo privado está estancado y el del gobierno sube 1,5%. Continúa el descenso en las exportaciones (-2,8%) y las importaciones se contraen aún más (-3,8%), ambas encadenando 4 trimestres de contracción, confirmando así el contexto recesivo.

Alemania

- La producción industrial se mantiene en una contracción sostenida.
- La guerra de tarifas con China podría rebotar y generar nuevas afectaciones a la industria alemana.
- Las tensiones políticas pueden seguir afectando las expectativas de inversión.
- La previsión de crecimiento del PIB para 2024 se ubica en el entorno del 0,2%.

Los PMIs compuesto y de servicios esperan mejora del panorama, con 50,4 y 53,1 puntos, respectivamente, mientras que el de servicios y construcción están en zona de contracción, con 43,5 y 39,7 puntos en cada caso. La producción industrial continúa cayendo (-6,7% en mayo),

evidenciando una contracción que dura ya 5 años y que encuentra sus motivos en los costes energéticos más altos y las exigencias medioambientales. El índice Ifo de confianza empresarial está en terreno negativo, con caídas en los pedidos, expectativas de producción, exportaciones y empleo.

De esta forma, para los próximos trimestres se espera todavía una situación de estancamiento en 2024 con una gradual recuperación para 2025, a medida que se suavicen las condiciones financieras y, eventualmente, de los precios de la energía. Así, se prevé un crecimiento económico del 0,2% para 2024 y 1,2% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b). Por su parte, la inflación de junio se situó en 2,2% a/a, con unos valores mensuales ya controlados (0,1% m/m); sin embargo, la subyacente sigue en 2,7% a/a.

A nivel riesgos, la guerra de aranceles desatada en contra de los automóviles eléctricos chinos puede llevar a represalias por parte de ese país y esto afectaría a una industria alemana, la cual es muy dependiente de las exportaciones de maquinaria y automóviles. Por otra parte, las negociaciones colectivas de salarios han conseguido unas revisiones al alza que, junto con unos ahorros acumulados que todavía no se han agotado, pueden retroalimentar la inflación.

1.2.5 Italia

La actividad económica en Italia muestra debilidad, a pesar del efecto positivo de los fondos de la Unión Europea.

La economía italiana creció un 0,7% a/a (0,3% t/t) en el primer trimestre del año, con el consumo recuperando algo con respecto al trimestre anterior, pero estancado a nivel interanual. La inversión es la partida que mejor desempeño ha mostrado, ayudada por la entrada de los fondos de recuperación y resiliencia de la Unión Europea. Las

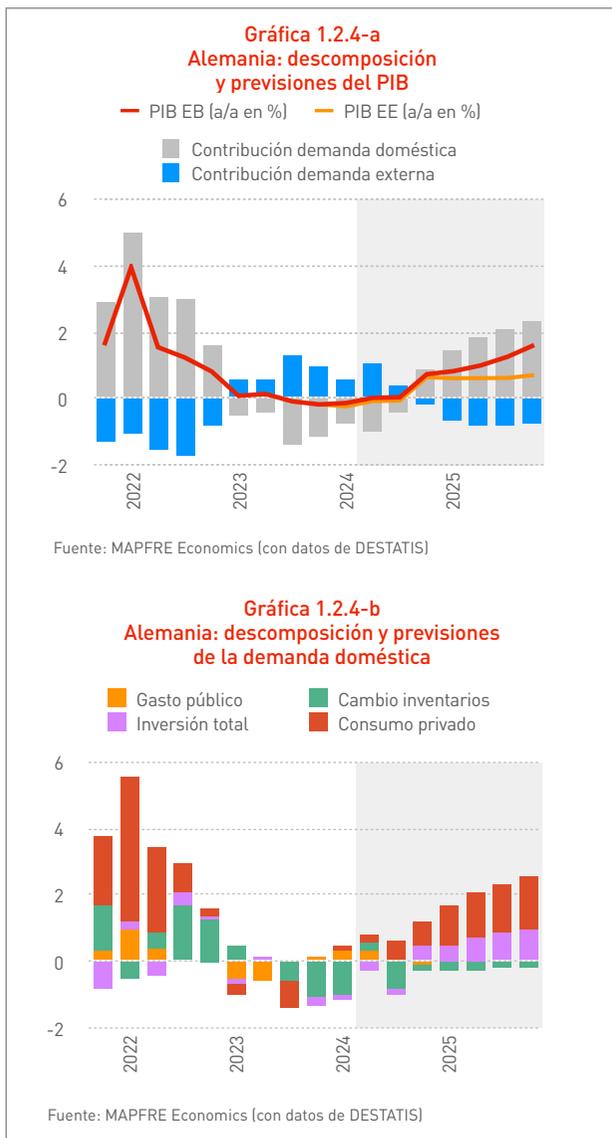
Tabla 1.2.4

Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	1,1	-4,2	3,1	1,9	0,0	0,2	1,2	0,1	0,6
Contribución de la demanda doméstica	1,4	-3,1	2,3	3,1	-0,9	-0,3	1,9	-0,3	1,7
Contribución de la demanda externa	-0,3	-1,1	0,8	-1,3	0,9	0,5	-0,8	0,4	-1,0
Contribución del consumo privado	0,9	-3,2	0,8	2,0	-0,3	0,4	1,4	0,4	1,3
Contribución de la inversión total	0,4	-0,7	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,7	0,0	0,6
Contribución del gasto público	0,5	0,8	0,7	0,3	-0,2	0,2	0,0	0,2	0,0
Consumo privado (% a/a)	1,6	-6,1	1,5	3,9	-0,6	0,8	2,7	0,8	2,6
Gasto público (% a/a)	2,6	4,1	3,1	1,6	-1,0	0,7	0,1	0,7	0,1
Inversión total (% a/a)	1,8	-3,2	-0,3	0,2	-0,2	-0,1	3,5	-0,1	2,9
Exportaciones (% a/a)	2,3	-10,0	9,5	3,4	-0,2	0,5	2,0	0,5	1,5
Importaciones (% a/a)	3,4	-8,9	8,8	6,8	-2,1	-0,3	4,4	-0,3	4,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	6,1	5,2	5,5	5,8	5,9	5,6	5,9	5,8
Inflación (% a/a, media)	1,4	0,5	3,1	6,9	5,9	2,1	1,9	2,5	0,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,2	-0,1	4,7	8,6	3,5	1,6	1,7	1,7	1,9
Balance fiscal (% PIB)	1,5	-4,3	-3,6	-2,5	-2,4	-2,3	-1,3	-2,3	-1,4
Balance fiscal primario (% PIB)	2,3	-3,7	-3,0	-1,8	-1,6	-1,3	-0,2	-1,3	-0,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,3	6,5	7,4	4,2	6,1	6,8	6,0	6,8	5,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,50	2,25	4,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,97	1,76	2,97	1,48
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,19	-0,58	-0,18	2,57	2,03	2,45	2,33	2,95	2,83
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,07	1,09	1,07	1,08
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4,6	4,3	5,1	5,0	1,9	2,7	5,3	2,7	5,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	4,7	4,8	3,9	7,7	3,9	3,1	4,2	3,1	4,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	10,3	9,9	8,8	10,7	5,9	1,9	0,8	1,9	1,1
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	10,8	16,6	15,0	11,2	11,3	11,7	10,9	11,7	10,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
 Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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



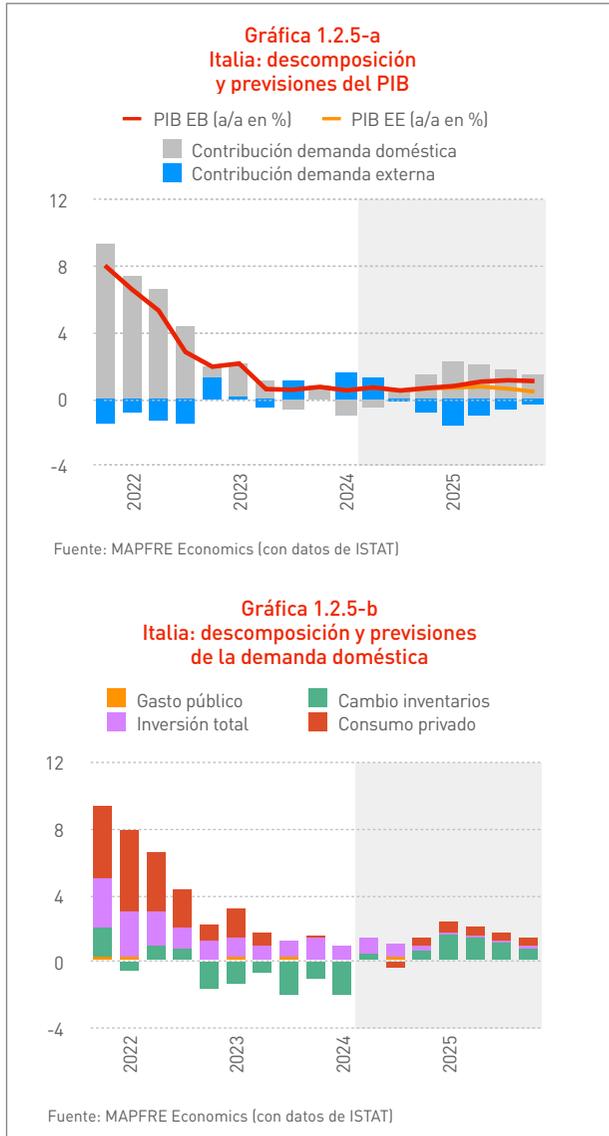


Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	0,5	-9,0	8,3	4,1	1,0	0,6	1,0	0,6	0,6
Contribución de la demanda doméstica	-0,3	-8,2	8,4	4,7	0,8	0,2	1,9	0,2	1,5
Contribución de la demanda externa	0,7	-0,9	-0,1	-0,5	0,2	0,4	-0,9	0,4	-0,8
Contribución del consumo privado	0,1	-6,3	3,3	2,8	0,7	0,1	0,5	0,1	0,2
Contribución de la inversión total	0,2	-1,5	3,7	1,8	1,0	0,7	0,1	0,7	0,0
Contribución del gasto público	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	0,2	-10,4	5,5	4,9	1,2	0,2	0,8	0,1	0,4
Gasto público (% a/a)	-0,6	0,1	1,4	1,0	1,2	0,8	0,6	0,8	0,6
Inversión total (% a/a)	1,2	-8,0	20,3	8,9	4,9	3,2	0,7	3,2	0,0
Exportaciones (% a/a)	1,8	-14,3	14,1	11,0	0,5	2,1	2,7	2,2	2,2
Importaciones (% a/a)	-0,5	-12,7	15,6	13,5	-0,2	0,2	5,6	0,2	5,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	9,7	9,8	9,0	7,9	7,4	7,2	7,5	7,3	7,6
Inflación (% a/a, media)	0,6	-0,1	1,9	8,2	5,6	1,2	1,8	1,9	1,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,3	-0,2	3,5	11,7	1,0	1,7	1,7	1,7	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-1,5	-9,4	-8,7	-8,6	-7,2	-4,5	-3,8	-4,5	-4,0
Balance fiscal primario (% PIB)	1,9	-5,9	-5,2	-4,4	-3,6	-0,5	0,3	-0,5	0,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,4	3,9	2,4	-1,5	0,5	1,6	1,0	1,6	0,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,50	2,25	4,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,97	1,76	2,97	1,48
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,43	0,52	1,19	4,72	3,69	3,99	4,28	5,04	5,42
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,07	1,09	1,07	1,08
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,2	1,2	3,0	3,5	0,2	0,9	3,3	0,8	2,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,6	3,7	1,0	2,8	-1,7	-1,0	2,9	-1,0	2,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-5,8	-10,3	22,7	20,4	-0,8	0,3	2,3	0,3	1,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	9,5	17,0	15,0	9,3	7,7	10,7	9,9	10,7	10,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

Italia

- La debilidad de la actividad económica se observa en el consumo y en las importaciones.
- La baja inflación también es síntoma de menores presiones por el lado de la demanda.
- Se estima que la economía italiana crezca en torno al 0,6% en 2024.

importaciones, por su parte, se redujeron un -3,4%, consistente el endurecimiento financiero pretendido para enfriar la inflación.

A nivel de indicadores que permitan vislumbrar la actividad para los próximos trimestres, los PMIs muestran disparidad: los servicios apuntan a mejora (53,7) con vistas a la temporada turística

ca, mientras que el sector manufacturero (45,7) y el de la construcción (46,0) muestran un empeoramiento, nuevamente consistente con el endurecimiento de las condiciones financieras. En este contexto, se prevé un crecimiento del PIB italiano en el entorno del 0,6% en 2024 y del 1,0% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

La inflación, por su parte, está en niveles bajos desde finales de 2023; 0,8% a/a en junio, con la subyacente en 2,0%. Asimismo, los precios al productor están en negativo desde hace más de un año, pero habrá que leerlo en clave de normalización del rebote sufrido en 2021 y 2022 cuando hubo problemas en las cadenas de suministro. Para los próximos trimestres se espera una cierta recuperación en ritmo de crecimiento de los precios, aunque aún por debajo del 2% objetivo de la Eurozona.

Italia va detrás de lo previsto en el ritmo de inversión del Plan de Recuperación y Resiliencia, con una inversión de 43 millardos de euros hasta el final del año pasado, lo que compara con los 194 millardos del total del plan. Esto significa que, si consigue aumentar el ritmo de aplicación de los fondos, esto podría significar una potencial revisión al alza del PIB para 2025 y 2026. En contrapartida, en los riesgos a la baja

está en el nivel de tipos de interés exigido a los bonos de gobierno, que se acerca al 3,95%, y que de mantenerse altos tendrá un elevado impacto en el déficit fiscal de los próximos años. El Procedimiento de Déficit Excesivo abierto por la Unión Europea a Italia y otros 8 países más, a raíz del fin de suspensión de las reglas fiscales que duraron 4 años, es un toque de atención para que el gobierno aumente los esfuerzos para enderezar las cuentas públicas y preservar la credibilidad de su solvencia.

1.2.6 Francia

El PIB francés crece moderadamente y el gasto público tendrá que controlarse.

El PIB en Francia creció a un modesto ritmo durante el primer trimestre del año (1,3% a/a y 0,2% t/t), con el consumo de hogares débil (0,9% a/a) y el consumo de gobierno más elevado (1,6% a/a), en un momento en el que su déficit fiscal anual supera los 5,5% del PIB y que la Comisión Europea ha le abierto un Procedimiento de Déficit Excesivo. La inversión está disminuyendo (-1,0%), lo mismo que las importaciones (-0,3%), un síntoma de que la situación actual y las perspectivas revelan un panorama económico aún complejo.

En cuanto a encuestas e indicadores de perspectivas, los índices de gestores de compras (PMIs) apuntan a un escenario de contracción, con todos por debajo del umbral de contracción de los 50 puntos: el

Francia

- La subida de rendimiento de los bonos muestra preocupación con el desempeño de largo plazo de la economía.
- La Comisión Europea ha abierto un Procedimiento de Déficit Excesivo a Francia.
- La previsión de crecimiento del PIB francés se sitúa en el 0,9% para 2024 y 1,3% para 2025.

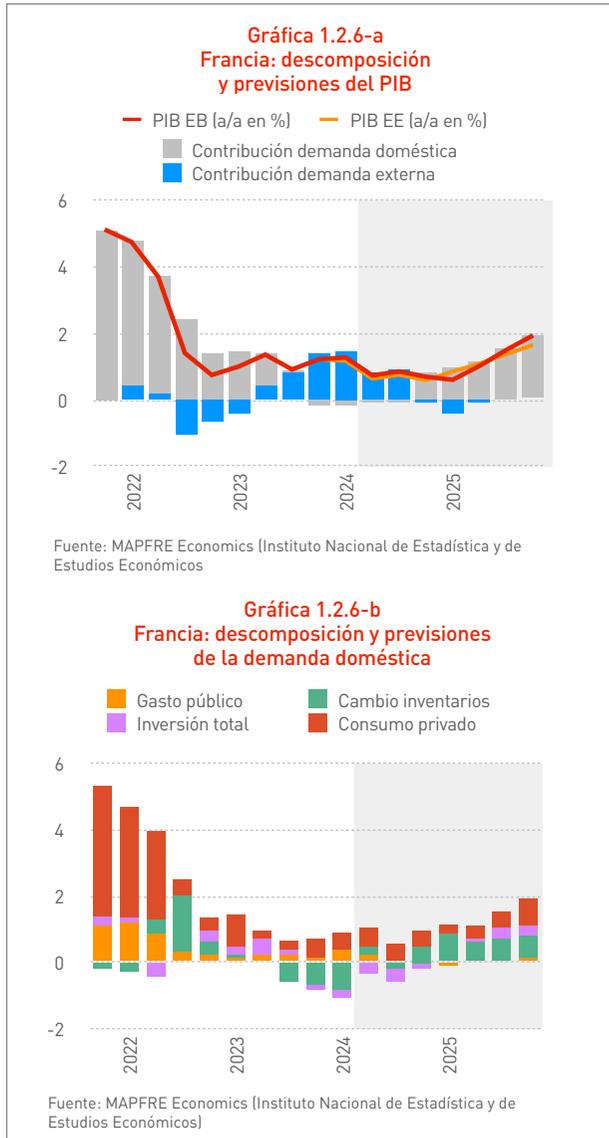


Tabla 1.2.6
Francia: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
PIB (% a/a)	2,1	-7,6	6,8	2,6	1,1	0,9	1,3	0,8	1,2
Contribución de la demanda doméstica	2,0	-6,3	6,1	2,9	0,6	0,1	1,4	0,1	1,4
Contribución de la demanda externa	0,0	-1,3	0,7	-0,3	0,5	0,8	-0,1	0,7	-0,1
Contribución del consumo privado	0,9	-3,5	2,8	1,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7
Contribución de la inversión total	0,9	-1,4	2,2	0,0	0,2	-0,3	0,2	-0,3	0,1
Contribución del gasto público	0,3	-1,1	1,7	0,7	0,2	0,2	0,0	0,2	0,0
Consumo privado (% a/a)	1,7	-6,5	5,3	3,2	0,9	0,9	1,5	0,9	1,2
Gasto público (% a/a)	1,0	-4,4	6,6	2,6	0,8	0,7	0,1	0,7	0,1
Inversión total (% a/a)	4,2	-6,2	9,6	0,1	0,7	-1,3	0,8	-1,3	0,3
Exportaciones (% a/a)	2,2	-16,8	11,1	8,3	2,5	3,0	3,1	3,0	2,7
Importaciones (% a/a)	2,1	-12,6	8,0	9,1	0,7	0,6	3,5	0,5	3,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,9	7,8	7,2	6,9	7,3	7,2	7,1	7,2	7,3
Inflación (% a/a, media)	1,1	0,5	1,6	5,2	4,9	2,4	1,9	2,5	2,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,1	0,1	2,7	6,1	3,7	2,3	1,9	2,4	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-8,9	-6,6	-4,7	-5,5	-5,2	-4,8	-5,2	-4,9
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,8	-7,7	-5,2	-2,8	-3,6	-3,2	-2,6	-3,2	-2,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,6	-1,6	0,4	-2,0	-0,8	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	2,50	4,50	3,50	2,25	4,50	2,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,97	1,76	2,97	1,48
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,09	-0,33	0,10	3,02	2,54	3,15	2,99	3,77	3,69
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,12	1,23	1,13	1,07	1,11	1,07	1,09	1,07	1,08
Tipo de cambio vs Euro (final período)	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56	6,56
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)	5,8	4,9	5,4	5,5	2,6	1,0	2,9	1,0	2,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	6,4	7,1	3,3	5,3	2,0	4,7	7,6	4,7	7,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-14,8	9,0	17,0	16,7	2,9	4,4	2,3	4,4	2,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	10,8	16,7	15,2	12,8	12,8	13,6	13,3	13,6	13,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

compuesto en 48,8, el manufacturero en 45,4, el de servicios en 49,6, y el de construcción en 41,0, mostrando una tendencia de declive en los últimos dos años. El indicador de sentimiento económico de la Unión Europea también está deprimido desde hace dos años. En contrapartida, el empleo está aguantando relativamente bien, con la tasa de paro en 7,5%, 0,4 pp más desde los mínimos de 2023. Así, la previsión de crecimiento del PIB para 2024 se sitúa en un 0,9%, mientras que para 2025 esta se ubicaría en 1,3% (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

Por otra parte, la inflación en Francia prácticamente ha convergido al objetivo, al situarse en junio en 2,1% a/a, aunque la subyacente se ha situado en 2,4% y la armonizada (comparable en la Eurozona) en 2,5%. En los próximos trimestres se sabrá si esta convergencia al objetivo es duradera, una vez que los efectos de base dejan de favorecer la comparación. Ello dependerá, en buena medida, de cómo se comporten los costes energéticos y los salarios.

Aparentemente, los mercados han recibido bien los recientes resultados electorales. Los principales desafíos para el próximo gobierno consistirán en enderezar las cuentas públicas, en el contexto de un gasto excesivo y del procedimiento que abrió Bruselas respecto del déficit excesivo, así como recuperar la confianza de los inversores y de las empresas para que la componente de inversión de la economía deje de contraerse. Para ello, el control de la inflación y del gasto público, y generar un entorno favorable a la inversión son críticos. La subida del rendimiento de los bonos del gobierno francés pone de manifiesto que los mercados se empiezan a preocupar por la solvencia de las finanzas públicas a largo plazo.

1.2.7 Reino Unido

La economía crece con bajo dinamismo limitada por una política monetaria todavía restrictiva.

La actividad económica en Reino Unido se ha recuperado ligeramente en el primer trimestre del año (0,6% t/t), aunque con un modesto crecimiento anual del 0,3%. Con todo, podría decirse que el desempeño de la economía ha resultado mejor de lo esperado. El consumo (-0,4% a/a) y la inversión (-0,3% a/a) experimentan contracciones, reflejando una desaceleración generalizada. Asimismo, los cambios en los tipos de interés hipotecarios afectan la renta disponible de las familias, con un aumento notable en los últimos dos años, lo que ha pesado sobre el consumo y la inversión.

Los indicadores adelantados de actividad revelan mejores perspectivas, aunque todavía no se hayan superado todas las dificultades. Así, los PMIs sitúan el compuesto en 53,0 puntos, el de servicios en 52,9 y el manufacturero en 51,2. A pesar del bajo nivel de desempleo (4,4%), las ventas al por menor apenas crecen después de dos años, con un mal desempeño indicando dificultades para el consumidor. De esta forma, para 2024 se prevé un crecimiento del 0,9%, para 2024 y del 1,9% para 2025 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

Reino Unido

- Las ventas minoristas están en contracción, como reflejo del aumento del coste de vida.
- El Banco de Inglaterra mantiene tipos de interés altos, en el 5,25%.
- El control de la inflación es clave para que la economía vuelva a despegar.
- La estimación de crecimiento económico en 2024 se sitúa en el 0,9%.

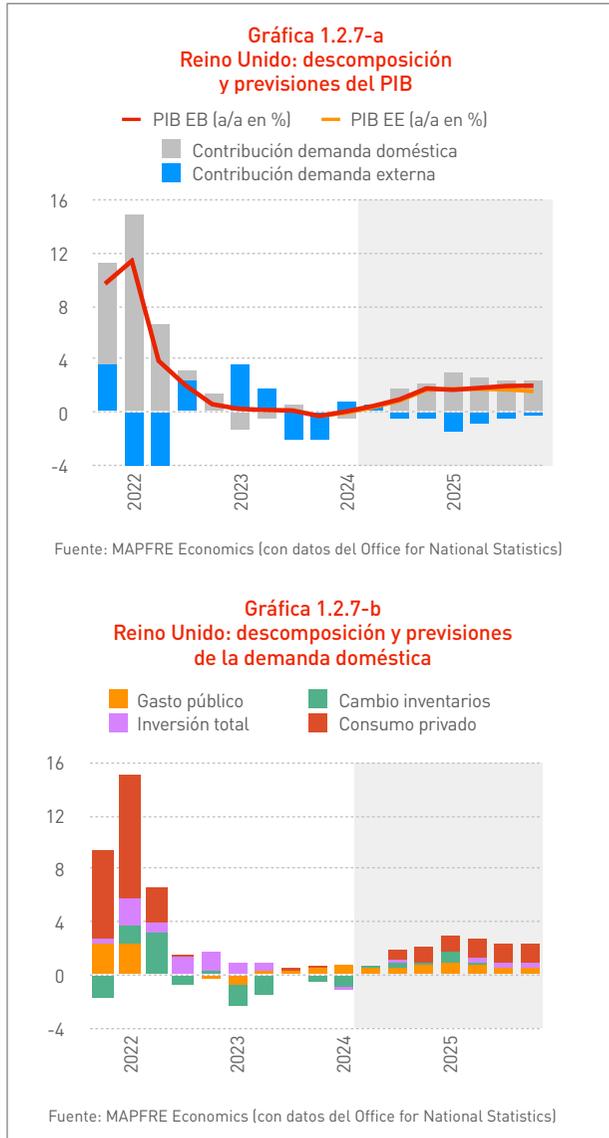


Tabla 1.2.7
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
PIB (% a/a)	1,6	-10,4	8,7	4,3	0,1	0,9	1,9	0,8	1,7
Contribución de la demanda doméstica	1,8	-11,4	8,5	5,7	-0,2	0,8	2,6	0,8	2,3
Contribución de la demanda externa	-0,3	1,7	-0,4	-1,7	0,3	0,1	-0,7	0,0	-0,6
Contribución del consumo privado	0,7	-8,0	4,5	2,8	0,1	0,4	1,4	0,4	1,3
Contribución de la inversión total	0,4	-2,0	1,3	1,4	0,4	0,0	0,2	0,0	0,1
Contribución del gasto público	0,7	-1,5	2,9	0,5	0,1	0,6	0,7	0,6	0,7
Consumo privado (% a/a)	1,1	-13,0	7,5	4,8	0,2	0,8	2,4	0,7	2,1
Gasto público (% a/a)	4,0	-7,9	14,9	2,3	0,5	2,9	3,2	2,9	3,2
Inversión total (% a/a)	2,2	-10,8	7,4	8,0	2,2	-0,1	1,3	-0,1	0,7
Exportaciones (% a/a)	2,0	-11,5	4,9	9,0	-0,5	-1,2	2,5	-1,2	2,1
Importaciones (% a/a)	2,7	-16,0	6,1	14,6	-1,5	-0,3	4,6	-0,3	4,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,9	5,3	4,2	3,9	3,8	4,4	3,9	4,4	4,1
Inflación (% a/a, media)	1,8	0,9	2,6	9,1	7,3	2,5	2,3	2,6	2,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	0,6	4,9	10,8	4,2	2,5	2,5	2,6	2,7
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-13,0	-7,9	-4,6	-5,9	-4,6	-3,9	-4,6	-4,0
Balance fiscal primario (% PIB)	0,0	-10,9	-5,0	0,3	-1,3	-0,4	0,4	-0,4	0,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,7	-2,9	-0,5	-3,2	-3,3	-3,3	-3,4	-3,3	-3,5
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,00	0,25	3,50	5,25	4,75	3,50	5,00	4,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,79	0,03	0,26	3,87	5,32	4,74	3,80	4,74	3,82
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,83	0,20	0,97	3,67	3,54	4,00	3,68	4,53	4,15
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,32	1,36	1,35	1,20	1,27	1,26	1,28	1,26	1,27
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,18	1,11	1,19	1,13	1,15	1,18	1,18	1,18	1,18
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,2	2,5	3,3	3,1	2,2	2,2	3,9	2,2	3,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,2	10,2	0,5	1,1	2,8	1,4	3,9	1,4	3,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,9	11,8	-1,5	10,9	3,2	6,8	3,8	6,8	4,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	5,5	16,8	12,5	8,4	9,7	10,7	9,5	10,7	9,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

La inflación se situó en 2,0% en mayo, con la subyacente en 3,5%, y la de servicios en 5,7%. El Banco de Inglaterra mantiene los tipos de interés en 5,25%. La orientación restrictiva de la política monetaria está pesando sobre la actividad de la economía real, dando lugar a un mercado laboral más laxo y está frenando las presiones inflacionistas. Los principales indicadores de persistencia de la inflación han seguido moderándose, aunque siguen siendo elevados.

Los principales riesgos de corto plazo para la economía siguen siendo la inflación y los tipos de interés altos que impedirán una reactivación más robusta de la actividad. Asimismo, persiste el riesgo de que el mercado laboral siga ajustado y las subidas de salarios no desaceleren, lo que mantendría la inflación tensionada. El petróleo, por ahora, está relativamente contenido, pero el coste de los fletes marítimos ha subido por el conflicto en Oriente Medio.

1.2.8 Japón

Inicio de año con una importante contracción del PIB japonés.

En el primer trimestre de 2024 la economía japonesa decreció un -2,9% anualizado, después de haberlo revisado desde el -1,8% anualizado. La principal culpable de la revisión ha sido la inversión pública que se contrajo un -1,9%. Asimismo, la debilidad del yen ha encarecido la importación de materias primas especialmente el petróleo y el gas. A pesar de ello, los indicadores de gestores de compras (PMIs) de mayo mostraron

Japón

- **La debilidad del yen ha afectado a las importaciones de energía.**
- **La inflación vuelve a subir y se prevé que tenderá al alza por la debilidad de la moneda.**
- **Se estima que la economía japonesa crezca en torno al 0,4% en 2024 y 1,1% en 2025.**

cierta fortaleza, con el compuesto en 52,6, el manufacturero en 50,4 y el de servicios en 53,8 puntos. El índice de condiciones de negocio Tankan está en un nivel positivo, pero con tendencia a estancarse (12). De esta forma, las previsiones de crecimiento del PIB para 2024 y 2025 son del 0,4% y 1,1%, respectivamente (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

Por lo que se refiere a la inflación, esta subió al 2,8% en mayo (2,3% en junio en Tokio), con la subyacente en el 2,4%. Los combustibles de automoción subieron un 4,4%, los alimentos un 4,3%, y los alimentos frescos un 9,1%. En este sentido, el Banco de Japón mantuvo los tipos de interés en el rango de 0,0 - 0.10% y continuará adquiriendo bonos para controlar la curva de tipos conforme a las decisiones del comité de marzo. El banco central prevé recoger las opiniones de los participantes del mercado antes de la próxima reunión del comité para diseñar las políticas de compras de bonos para los próximos dos años.

Desde el punto de vista de los riesgos de corto plazo para la economía japonesa, la debilidad del yen parece ser el tema más preocupante. El Ministerio de Finanzas ha tenido que gastar 9,8 millardos de yenes entre final de abril y el mes de mayo para intervenir en el mercado de cambios y defender el Yen. A pesar de algunas ventajas para los exportadores y entradas de turistas, la debilidad de la moneda afecta la capacidad de importación y los costes energéticos, aspectos que tienen preocupados tanto a los consumidores como a las empresas. Además, el exceso de variabilidad en el tipo de cambio puede deteriorar la credibilidad del yen.

1.2.9 Turquía

La actividad económica se mantiene dinámica a pesar de la alta inflación y la debilidad de la moneda.

Turquía experimentó un crecimiento económico robusto del 5,8% en el primer trimestre del año. El consumo creció un 7,3%, el consumo del

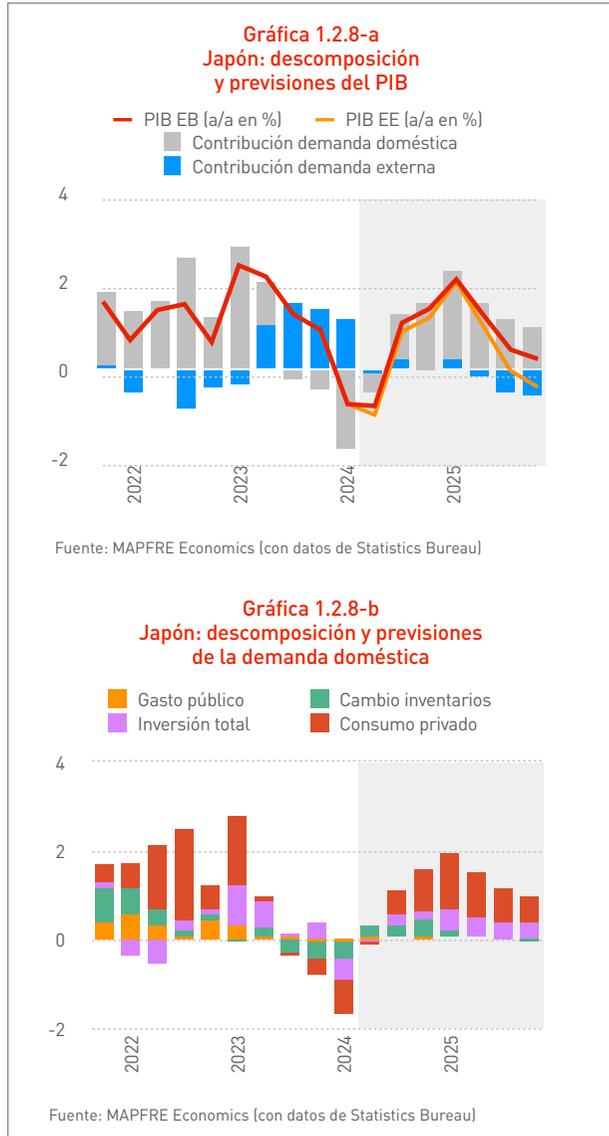


Tabla 1.2.8
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	-0,4	-4,2	2,8	1,2	1,8	0,4	1,1	0,2	0,8
Contribución de la demanda doméstica	0,1	-3,4	1,8	1,7	0,8	0,1	1,4	-0,1	1,0
Contribución de la demanda externa	-0,5	-0,9	1,1	-0,4	0,9	0,3	-0,2	0,3	-0,2
Contribución del consumo privado	-0,3	-2,4	0,4	1,1	0,3	0,1	0,9	-0,2	0,8
Contribución de la inversión total	0,1	-1,0	0,1	-0,1	0,5	0,0	0,4	0,0	0,2
Contribución del gasto público	0,4	0,5	0,7	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Consumo privado (% a/a)	-0,6	-4,5	0,8	2,1	0,6	-0,3	1,7	-0,3	1,5
Gasto público (% a/a)	1,9	2,4	3,4	1,7	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2
Inversión total (% a/a)	0,5	-3,8	0,5	-0,6	1,9	-0,1	1,6	-0,1	1,0
Exportaciones (% a/a)	-1,5	-11,7	12,0	5,5	3,2	0,3	2,0	0,3	1,4
Importaciones (% a/a)	1,1	-6,8	5,1	7,9	-1,4	-1,3	3,3	-1,3	2,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,3	3,1	2,7	2,5	2,5	2,3	2,2	2,3	2,3
Inflación (% a/a, media)	0,5	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,3	1,7	2,4	1,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,5	-0,9	0,5	3,9	2,9	1,9	1,6	2,0	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-9,1	-6,1	-4,2	-4,0	-3,7	-3,5	-3,7	-3,6
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,4	2,9	3,8	1,9	3,6	4,5	4,1	4,4	4,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50	0,25	0,60
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,07	0,08	0,07	0,06	0,08	0,41	0,60	0,41	0,19
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,02	0,04	0,09	0,45	0,65	1,07	1,21	1,63	1,63
Tipo de cambio vs USD (final período)	109,12	103,54	115,00	132,65	141,91	158,40	147,23	159,37	149,36
Tipo de cambio vs Euro (final período)	122,59	127,05	130,25	141,48	156,81	170,23	160,26	170,23	160,63
Crédito privado (% a/a, media)	1,9	5,2	3,2	2,8	4,8	3,2	0,3	3,2	0,1
Crédito familias (% a/a, media)	2,1	3,1	3,7	1,8	2,1	1,5	-0,7	1,5	-0,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,8	8,2	3,6	2,8	3,4	-3,8	-3,1	-3,8	-3,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,5	16,7	7,1	7,7	5,2	0,8	-1,5	0,8	-1,2
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	3,3	11,3	7,2	4,0	2,2	2,0	1,5	2,0	1,6

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

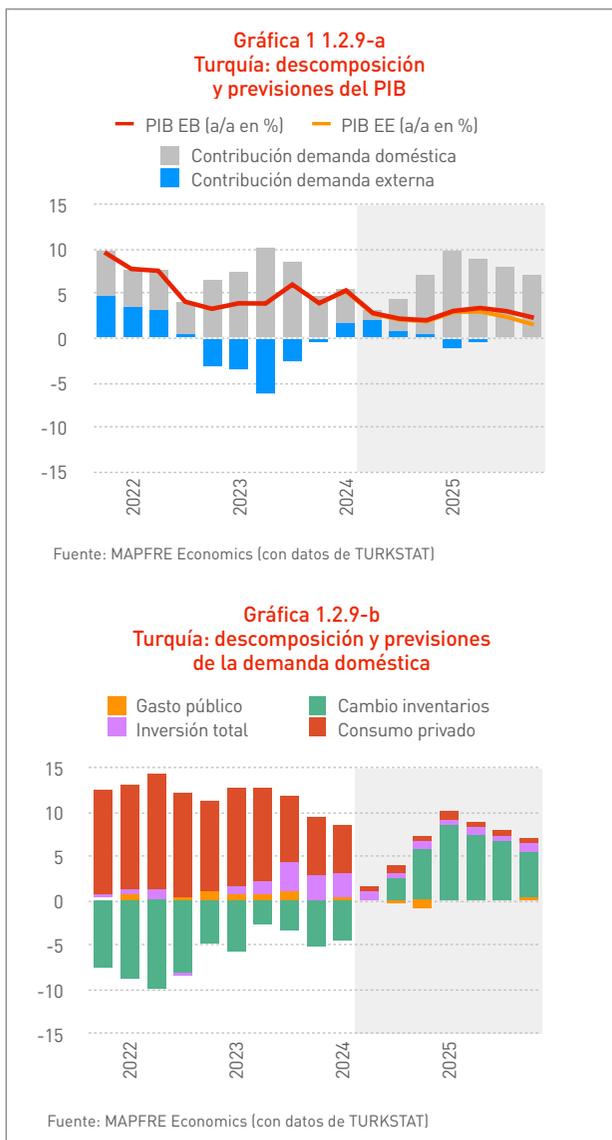
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Tabla 1.2.9
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	0,8	1,9	11,4	5,5	4,5	3,1	3,0	3,0	2,4
Contribución de la demanda doméstica	-1,6	7,0	6,4	4,8	7,6	2,2	3,0	2,2	2,3
Contribución de la demanda externa	2,4	-5,2	5,0	0,7	-3,1	0,9	0,0	1,2	-0,4
Contribución del consumo privado	0,9	1,9	9,2	11,7	8,9	1,8	0,7	0,0	-4,6
Contribución de la inversión total	-3,6	1,8	1,9	0,3	2,2	0,9	0,3	0,8	0,0
Contribución del gasto público	0,5	0,3	0,4	0,6	0,7	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,5	3,2	15,4	18,9	12,8	2,4	1,0	0,0	-6,3
Gasto público (% a/a)	3,9	2,2	3,0	4,2	5,2	0,5	0,8	0,5	0,8
Inversión total (% a/a)	-12,5	7,3	7,2	1,3	8,9	3,4	1,1	3,3	-0,1
Exportaciones (% a/a)	5,3	-14,6	25,1	9,9	-2,7	3,4	2,5	3,4	2,3
Importaciones (% a/a)	-5,0	6,8	1,7	8,6	11,7	-1,6	5,3	-1,6	4,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	13,3	12,9	11,0	10,1	8,6	9,6	9,7	9,6	9,9
Inflación (% a/a, media)	15,2	12,3	19,6	72,3	53,9	57,8	26,4	57,9	27,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	10,3	13,5	25,8	77,4	62,7	44,6	21,5	44,7	22,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,9	-3,5	-2,8	-0,9	-5,3	-4,0	-1,9	-4,0	-1,9
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,6	-0,9	-0,3	1,1	-2,7	-1,8	-0,4	-1,8	-0,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,0	-4,3	-0,8	-5,1	-4,1	-2,0	-2,5	-2,0	-2,4
Tipo de interés oficial (final período)	11,50	17,00	14,00	9,00	42,50	50,00	27,50	52,00	30,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	10,35	17,25	16,32	10,35	44,97	51,51	30,91	51,55	30,70
Tipo de interés a 10 años (final período)	11,95	12,51	22,99	9,50	23,65	23,60	18,76	25,44	20,25
Tipo de cambio vs USD (final período)	5,95	7,44	13,32	18,69	29,48	35,48	37,48	35,68	38,41
Tipo de cambio vs Euro (final período)	6,68	9,11	15,23	19,96	32,65	38,13	40,79	38,12	41,32
Crédito privado (% a/a, media)	8,4	30,1	23,9	54,8	57,6	38,9	14,1	38,9	14,1
Crédito familias (% a/a, media)	3,3	41,8	20,3	28,8	50,1	18,7	10,8	18,7	10,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,5	29,0	23,2	56,3	55,6	163,6	62,2	163,6	61,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	18,3	21,1	31,6	105,5	75,2	67,4	22,5	67,4	22,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	30,0	20,6	22,2	10,0	21,4	28,1	22,9	28,1	22,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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



Turquía

- La economía se mantiene fuerte por el crecimiento del consumo y la inversión.
- La inflación sigue por encima del 70%.
- El banco central mantiene los tipos de interés de política monetaria en 50,0%, con lo que los tipos reales están 22 puntos porcentuales en negativo.
- Se prevé que el PIB turco crezca en torno al 3,1% en 2024.

gobierno un 3,9% y la inversión un 10,3%, mientras que las exportaciones lo hicieron un 4,0% y las importaciones decrecieron un -3,1%. Respecto a los indicadores adelantados de actividad, el PMI manufacturero se sitúa en 47,9 puntos, empeorando desde febrero (50,2). Asimismo, la confianza del consumidor bajó 2 puntos hasta 78,3. Las ventas de automóviles siguen en récord y las ventas al por menor creciendo cerca del 20%; todo ello muestra

que el consumo sigue fuerte. En este contexto, estimamos un crecimiento del PIB del 3,1% para 2024 y del 3,0% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Por otra parte, la inflación se ha situado en 71,6% en junio, con la subyacente en 71,4%. Las expectativas de inflación permanecen altas y puede que encuentren cierta resistencia en bajar al entorno del 30%. El Banco Central de Turquía ha planteado una estimación optimista de que esta alcance el 38% a final de año. En junio, el banco central mantuvo los tipos de interés (tasa Repo a 1 semana) en 50,0%, unas condiciones mucho más restrictivas que el año anterior y más acordes con los niveles de inflación, aunque ello implica que los tipos de interés reales sean todavía negativos en 22 puntos porcentuales. Se prevé que el banco central mantenga la política monetaria restrictiva hasta que se observe un descenso significativo en las expectativas de inflación, lo que el banco central espera se produzca en el segundo semestre de este año.

El principal riesgo de corto plazo para la economía turca sigue siendo el descontrol de la inflación. Las altas expectativas de inflación siguen condicionando el comportamiento en la fijación de precios. El contexto de financiación mejoró significativamente, con mayores entradas de flujos de cartera y el banco central acumulando reservas. En este sentido, el riesgo de que Turquía tenga que enfrentar problemas de financiación en el corto plazo parece haberse reducido. El déficit por cuenta corriente mejoró, hasta -2,8% del PIB, gracias a menores importaciones de energía y oro.

1.2.10 México

El crecimiento económico comienza a mostrar signos de debilidad.

La economía mexicana creció en el primer trimestre un 1,6% a/a, con una tendencia a la pérdida de dinamismo desde inicios de 2023. El consumo privado aumentó un 5,7% a/a y la inversión un 8,3%, impulsada por el proceso de relocalización de cadenas de producción (*nearshoring*), pero las exportaciones llevan más de un año cayendo (-6,7% a/a). El PMI manufacturero de junio se situó en 51,1 puntos, todavía en territorio de expansión. Las expectativas y la confianza de las empresas en general están positivas, y la confianza del consumidor se sitúa en 46,7 puntos. En este contexto, se mantiene la previsión de un crecimiento del PIB del 2,0% en 2024 y 1,9% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

México

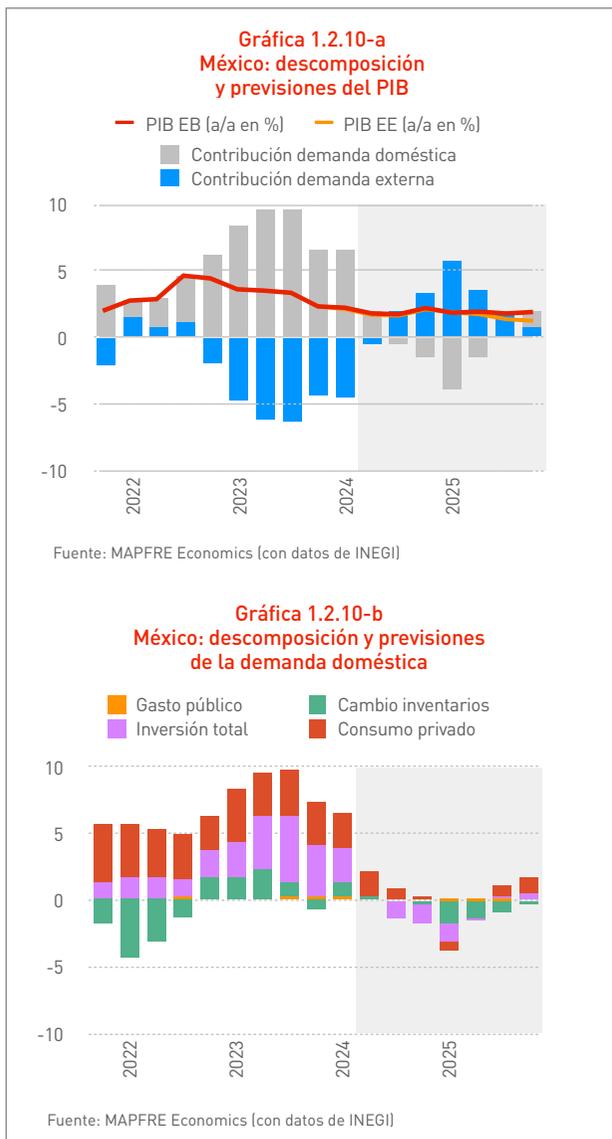
- El PIB mostró un crecimiento del 1,97%, con una tendencia a la baja desde el tercer trimestre de 2022.
- El Banco de México mantiene una política monetaria restrictiva y no podrá divergir mucho de la Reserva Federal para no afectar el tipo de cambio.
- Se mantiene la previsión para el crecimiento de la economía mexicana en el entorno del 2,0% para 2024.

Tabla 1.2.10
México: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
PIB (% a/a)	-0,4	-8,5	6,3	3,7	3,2	2,0	1,9	1,9	1,6
Contribución de la demanda doméstica	-1,3	-10,7	9,7	3,3	8,6	1,6	-0,9	1,6	-1,4
Contribución de la demanda externa	0,9	2,2	-3,4	0,4	-5,4	0,4	2,9	0,3	2,9
Contribución del consumo privado	0,6	-6,8	5,8	3,4	3,5	1,3	0,3	1,3	0,2
Contribución de la inversión total	-1,0	-3,8	2,1	1,6	3,9	0,0	-0,2	0,0	-0,4
Contribución del gasto público	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,1	-0,1
Consumo privado (% a/a)	0,9	-10,0	8,6	4,9	5,0	1,9	0,5	1,9	0,2
Gasto público (% a/a)	-1,8	-0,7	-0,5	1,7	2,1	0,5	-0,9	0,5	-0,9
Inversión total (% a/a)	-4,4	-17,2	10,5	7,5	17,9	0,0	-0,8	0,0	-1,6
Exportaciones (% a/a)	1,3	-7,2	7,3	9,0	-7,3	3,6	8,7	3,6	7,5
Importaciones (% a/a)	-1,0	-12,3	16,2	7,6	5,0	2,9	1,0	2,9	0,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,4	4,5	3,7	3,0	2,7	3,3	3,8	3,3	3,9
Inflación (% a/a, media)	3,6	3,4	5,7	7,9	5,5	4,4	3,6	4,5	3,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	3,5	7,0	8,0	4,4	4,1	3,6	4,2	3,8
Balance fiscal (% PIB)	-1,6	-2,7	-2,9	-3,2	-3,4	-4,4	-2,7	-4,4	-2,8
Balance fiscal primario (% PIB)	1,1	0,1	-0,3	-0,4	-0,1	-1,1	0,6	-1,1	0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,3	2,4	-0,3	-1,2	-0,3	-0,2	0,1	-0,2	0,3
Tipo de interés oficial (final período)	7,25	4,25	5,50	10,50	11,25	10,50	8,00	10,75	8,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,45	4,47	5,86	10,97	11,48	10,75	8,00	10,50	7,04
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,84	5,23	7,57	9,02	8,99	9,09	8,25	9,47	8,18
Tipo de cambio vs USD (final período)	18,93	19,88	20,50	19,49	16,97	18,75	19,82	18,86	20,16
Tipo de cambio vs Euro (final período)	21,26	24,40	23,22	20,79	18,75	20,15	21,58	20,14	21,68
Crédito privado (% a/a, media)	8,9	5,1	-1,3	7,5	5,8	4,9	5,1	4,9	4,5
Crédito familias (% a/a, media)	6,2	1,6	4,4	9,2	10,1	7,6	5,3	7,6	5,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,2	3,7	18,3	8,7	-2,6	14,6	14,0	14,6	13,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	12,1	17,1	18,2	18,7	23,6	23,1	22,4	23,1	22,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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



La inflación se situó en 4,98% en junio (5,61% en la primera quincena de julio), ligando cuatro meses al alza, con la subyacente con mejor tendencia al situarse en el 4,13% (4,02% en la primera quincena de julio). Se espera una continuación de la moderación del crecimiento de precios, aunque las próximas lecturas saldrán perjudicadas porque el efecto beneficioso de los efectos de base desaparece. El Banco de México ha bajado los tipos de interés en 25 pbs en marzo, situándolos en 11,0% y no los ha vuelto a modificar desde entonces. Además, el retraso de la Reserva Federal estadounidense en bajar los tipos de interés será un factor que, en cierta medida, dificultará que México diverja mucho en términos de política monetaria.

Los riesgos de corto plazo para la economía mexicana se centran en la incertidumbre en torno a las políticas que active el próximo gobierno que asumirá en octubre, las cuales pueden llegar a afectar a la estabilidad institucional y la confianza de los inversores. Igualmente, las elecciones en noviembre en Estados Unidos, principal socio comercial de México, pueden alterar el estatus de las relaciones bilaterales. En contrapartida, una actitud gubernamental más amigable con los mercados y la continuación del proceso de *nearshoring* pueden ser aspectos positivos para la dinámica económica de México.

1.2.11 Brasil

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

La economía brasileña creció un 2,5% en el primer trimestre de año (0,8% t/t), acelerando respecto a los trimestres anteriores, posiblemente apoyada por la rebaja de tipos de interés. El consumo privado creció un 4,4% y la inversión aumentó un 2,7% interanual. Asimismo, las exportaciones registraron un sólido crecimiento del 6,5%. Desde la perspectiva de los indicadores adelantados de actividad, los PMIs de junio han subido, con el compuesto en 54,1, el de servicios en 54,8 y el

manufacturero en 52,5 puntos. De igual forma, la confianza del consumidor se ha recuperado en los últimos 4 años, situándose ahora en 91,1, aunque, por otra parte, las ventas al por menor apuntan a cierto agotamiento. En este contexto, la previsión de crecimiento económico para Brasil se sitúa en el 1,9% en 2024 y el 2,2% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

Brasil

- **La reforma fiscal del año pasado y el favorable desempeño económico reducen riesgos en el ámbito fiscal.**
- **La economía crecerá menos que el año anterior, pero está resiliente.**
- **Se prevé un crecimiento del PIB del 1,9% en 2024 y del 2,2% en 2025.**

La inflación, por su parte, se situó en 4,2% en junio. La alimentación sube (4,7% a/a), y persisten tensiones en transporte (4,6%) y salud (6,1%), mientras que los combustibles vuelven a repuntar (10,0%). En su reunión de junio, el Banco Central de Brasil mantuvo los tipos SELIC en 10,50%. El banco central está en un ciclo de tipos más adelantado con respecto a la Reserva Federal o el Banco Central Europeo, en la medida en la que empezó a bajar tipos de interés hace un año, desde los 13,75% que se encontraban en julio del año pasado hasta los 10,50% actuales. El comité destaca riesgos en ambas direcciones para la inflación; los riesgos al alza incluyen la persistencia de presiones inflacionistas globales y resistencia inflacionaria en el sector de los servicios. El comité reclama ahora serenidad en la conducción de la política monetaria, que será función del desacople de las expectativas de inflación y, por tanto, de que se verifique la continuación del proceso desinflacionario.

En el corto plazo, persisten riesgos de mayores déficits fiscales por la inclinación del gobierno a ampliar el gasto social. Así, el desafío para el gobierno es conseguir alcanzar su propia meta de 0% déficit fiscal primario. Por el lado positivo, están las medidas tomadas en 2023 en

Tabla 1.2.11

Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	1,2	-3,6	5,1	3,1	2,9	1,9	2,2	1,8	1,9
Contribución de la demanda doméstica	1,8	-4,9	6,7	2,4	1,3	2,1	2,2	2,1	1,8
Contribución de la demanda externa	-0,6	1,3	-1,6	0,8	1,6	-0,2	0,0	-0,3	0,1
Contribución del consumo privado	1,8	-3,4	2,3	2,8	2,2	1,2	0,3	0,7	-0,5
Contribución de la inversión total	0,7	-0,3	2,3	0,2	-0,5	0,6	0,5	0,6	0,3
Contribución del gasto público	-0,1	-0,6	0,7	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4
Consumo privado (% a/a)	2,6	-4,9	3,3	4,2	3,1	1,7	0,4	1,0	-0,8
Gasto público (% a/a)	-0,5	-3,7	4,2	2,1	1,7	1,8	2,1	1,8	2,1
Inversión total (% a/a)	4,0	-1,7	13,0	1,0	-3,0	3,6	2,8	3,5	1,9
Exportaciones (% a/a)	-2,5	-2,7	4,9	6,1	9,1	1,2	-2,6	1,2	-3,0
Importaciones (% a/a)	1,3	-9,4	13,8	0,8	-1,1	6,4	-2,3	6,3	-3,4

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

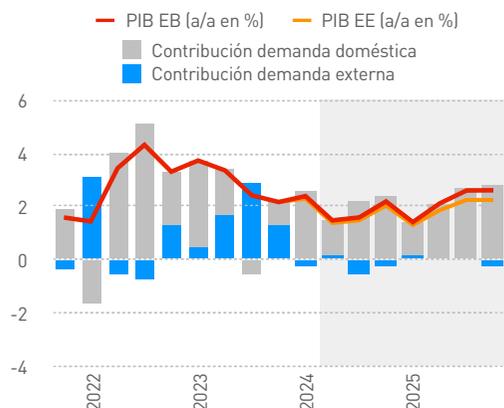
Tipo de interés oficial (final período)	4,50	2,00	9,25	13,75	11,75	10,25	9,25	10,50	9,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4,40	1,90	9,15	13,65	11,65	10,41	9,81	10,42	10,13
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,81	6,98	10,31	12,76	10,35	11,87	10,40	13,14	11,67
Tipo de cambio vs USD (final período)	4,03	5,20	5,58	5,22	4,84	5,40	5,35	5,43	5,64
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,53	6,38	6,32	5,56	5,35	5,81	5,83	5,80	6,06

Crédito privado (% a/a, media)	n.d.								
Crédito familias (% a/a, media)	10,8	10,1	17,7	20,3	13,2	8,8	8,1	8,8	8,0
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)	15,9	19,1	21,9	20,0	19,6	20,9	22,2	20,9	22,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

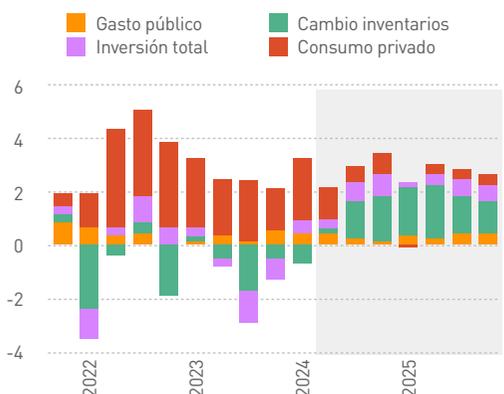
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.11-a
Brasil: descomposición y previsiones del PIB



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

Gráfica 1.2.11-b
Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

materia fiscal, que podrán generar una mejora de los ingresos del gobierno, a la vez que estos se verán favorecidos por la resiliencia que ha mostrado la actividad económica.

1.2.12 Argentina

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

La economía argentina tuvo un primer trimestre difícil, con una contracción del PIB del -5,1%. La sequía afectó la producción agrícola, y aunque la industria y la producción de automóviles mostraron cierta estabilidad, las ventas minoristas comenzaron a debilitarse. La prioridad del gobierno es estabilizar la inflación y la moneda, lo cual requerirá equilibrar las cuentas públicas y dejar de monetizar la financiación gubernamental. Sin embargo, este camino presenta desafíos, ya que gran parte del gasto está destinado a pensiones y ayudas, y se necesitarán mayorías parlamentarias para concretar las reformas. En este contexto complejo, se prevé una contracción económica del -3,9% en 2024 y una moderada recuperación del 1,5% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

Por otra parte, la inflación sigue muy alta, 272% en junio, aunque desacelerando su crecimiento, con la subyacente en 267%. La masa monetaria (M2) sigue creciendo al 191% anual. El gobierno decretó una

Argentina

- El ajuste fiscal traerá austeridad en el corto plazo.
- La inflación alcanza 276% y parece haber tocado niveles máximos.
- La moneda sigue perdiendo terreno, aún después de la devaluación.
- La economía se resiente y se prevé que decrezca en torno al -3,9% en 2024.

devaluación del 54,2% en diciembre 2023, llevando el tipo de cambio oficial de 366,5 a 800 ARS/USD. Pese a ello, el peso argentino sigue perdiendo valor, terminando junio en 911 ARS/USD. Respecto a los tipos de interés, la tasa LELIQ (letras de liquidez del banco central) a 28 días ha bajado a 40% a mediados de mayo, mientras que la tasa BADLAR (tasa para depósitos superiores a 1 millón de pesos en bancos privados) se situaba a final de junio cerca del 34%.

El nuevo gobierno ha planteado que busca cambiar el modelo intervencionista anterior. Sin embargo, esto implica equilibrar las cuentas públicas, llevar a cabo privatizaciones, reducir la deuda pública y dejar de monetizar la financiación gubernamental. Este proceso, que también incluye controlar la masa monetaria y la inflación, será difícil y requerirá el apoyo de la población, sectores económicos y sindicatos.

1.2.13 Colombia

La economía está en cierta atonía, con el consumo débil y reflejándose en las importaciones.

El primer trimestre de 2024 arranca con una leve mejora en el PIB colombiano (0,9% a/a), aunque se mantiene cierta atonía en el consumo tanto privado como público. Las importaciones caen un -12,9%, y completan una racha de un año cayendo, síntoma de cierta dificultad económica. Desde el punto de vista de los indicadores adelantados de actividad, el PMI compuesto se sitúa en

Colombia

- La inflación se ha venido reduciendo, pero se mantiene en niveles altos (7,2%).
- La producción industrial recupera algo después de un año de mantenerse cayendo.
- El déficit fiscal del 5% es uno de los principales riesgos a futuro.
- La previsión de crecimiento del PIB colombiano es del 1,8% para 2024.

Tabla 1.2.12
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	-2,0	-9,9	10,4	5,3	-1,6	-3,9	1,5	-4,5	-0,7
Contribución de la demanda doméstica	-9,5	-10,0	12,8	8,6	0,4	-13,7	0,3	-13,9	-2,1
Contribución de la demanda externa	7,5	0,1	-2,3	-3,3	-2,0	9,8	1,2	9,5	1,4
Contribución del consumo privado	-4,6	-8,7	6,6	6,4	0,7	-7,2	-2,0	-7,4	-4,1
Contribución de la inversión total	-3,2	-2,2	5,6	2,2	-0,4	-3,1	-0,7	-3,1	-0,9
Contribución del gasto público	-0,9	-0,3	1,0	0,4	0,2	-1,5	0,0	-1,5	0,0
Consumo privado (% a/a)	-6,1	-12,2	9,5	9,4	1,0	-9,8	-5,2	-10,1	-5,9
Gasto público (% a/a)	-6,4	-2,0	7,1	3,0	1,5	-10,9	0,0	-10,9	0,0
Inversión total (% a/a)	-16,0	-13,1	34,0	11,2	-2,0	-14,4	-3,6	-14,7	-4,9
Exportaciones (% a/a)	9,8	-17,4	8,5	4,6	-7,5	19,5	-1,5	19,5	-2,1
Importaciones (% a/a)	-18,7	-17,2	18,6	17,8	1,7	-20,3	-7,0	-20,5	-8,4

Tasa de paro (% , último trimestre)	8,9	11,0	7,0	6,3	5,7	7,9	7,4	8,0	7,6
Inflación (% a/a, media)	53,5	42,0	48,4	72,4	133,5	255,0	105,0	270,0	120,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	52,2	36,4	51,4	91,8	172,8	199,3	80,6	214,4	95,3
Balance fiscal (% PIB)	-3,8	-8,4	-3,6	-3,8	-5,9	-1,2	0,2	-1,2	0,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,4	-6,4	-2,1	-2,0	-2,7	1,4	1,6	1,3	1,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,8	0,7	1,4	-0,6	-3,1	1,3	2,7	1,3	2,9

Tipo de interés oficial (final período)	55,00	38,00	38,00	75,00	100,00	40,00	39,50	50,00	40,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	45,13	29,55	31,49	67,61	93,72	27,92	27,62	27,88	27,45
Tipo de interés a 10 años (final período)	19,64	14,74	18,65	26,69	23,69	22,89	21,36	26,80	25,37
Tipo de cambio vs USD (final período)	60	84	103	177	808	1.179	2.023	1.187	2.067
Tipo de cambio vs Euro (final período)	67	103	116	189	893	1.267	2.202	1.268	2.223

Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.						
Crédito familias (% a/a, media)	15,3	22,9	34,6	60,4	72,3	87,8	176,5	85,7	169,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.						
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.						
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	n.d.	n.d.	n.d.						

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INDEC)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

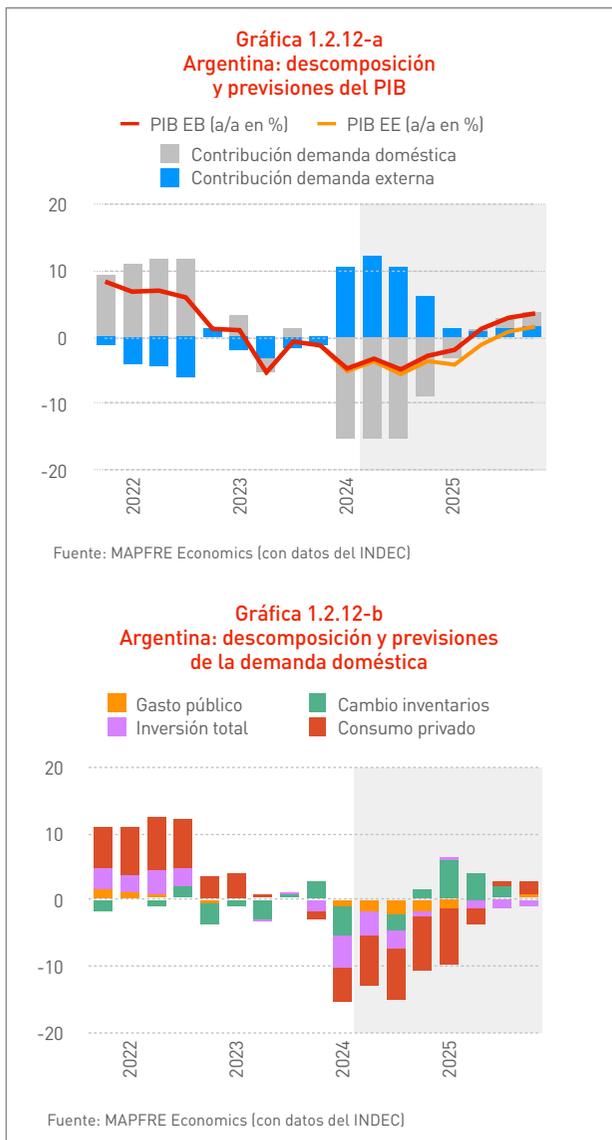
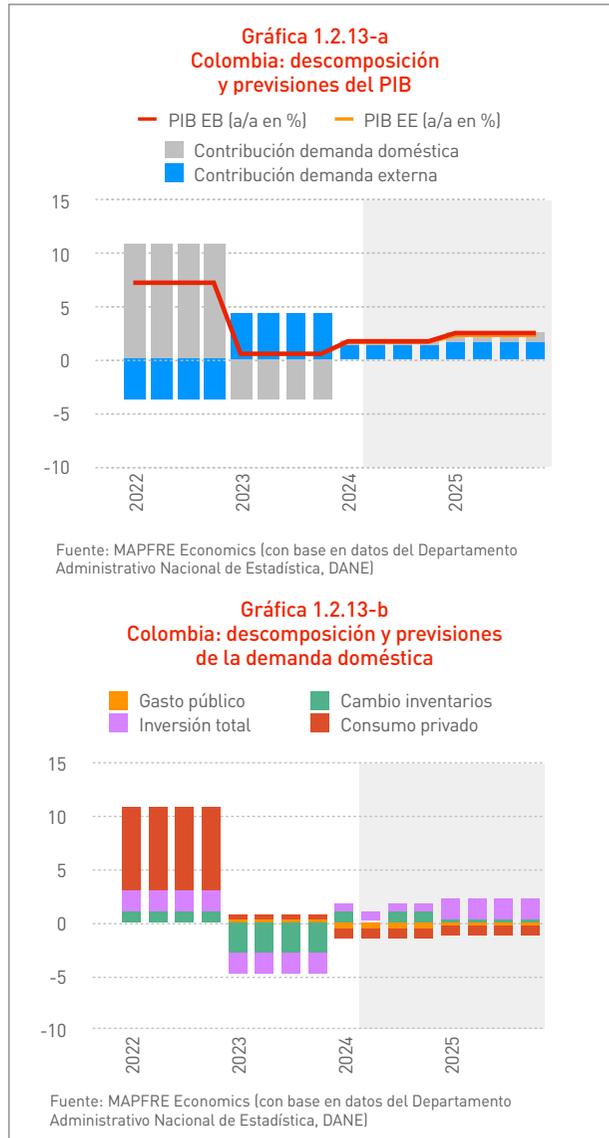


Tabla 1.2.13
Colombia: principales agregados macroeconómicos



	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	3,2	-7,2	10,8	7,3	0,6	1,8	2,6	1,7	2,4
Contribución de la demanda doméstica	4,3	-8,4	14,2	11,0	-3,8	0,5	1,1	0,4	1,2
Contribución de la demanda externa	-1,2	1,2	-3,4	-3,7	4,4	1,3	1,5	1,3	1,1
Contribución del consumo privado	2,8	-3,5	10,5	7,9	0,6	-1,1	-1,0	-1,2	-0,9
Contribución de la inversión total	0,5	-5,2	3,0	2,2	-1,9	0,8	2,0	0,7	2,0
Contribución del gasto público	0,8	-0,1	1,7	0,1	0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,1
Consumo privado (% a/a)	4,1	-5,0	14,7	10,7	0,8	-1,5	-1,4	-1,6	-1,3
Gasto público (% a/a)	5,3	-0,8	9,8	0,8	1,6	-2,0	-1,0	-2,0	-0,7
Inversión total (% a/a)	2,2	-23,6	16,7	11,5	-9,5	4,4	11,1	4,2	10,9
Exportaciones (% a/a)	3,1	-22,5	14,6	12,3	3,4	3,4	7,7	3,4	7,0
Importaciones (% a/a)	7,3	-20,1	26,7	23,6	-15,0	-4,3	-0,6	-4,4	-0,6

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

Tipo de interés oficial (final período)	4,25	1,75	3,00	12,00	13,00	9,50	7,75	10,50	8,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	n.d.								
Tipo de interés a 10 años (final período)	n.d.								
Tipo de cambio vs USD (final período)	3.277	3.433	3.981	4.810	3.822	4.076	4.164	4.098	4.158
Tipo de cambio vs Euro (final período)	3.682	4.212	4.509	5.131	4.223	4.381	4.532	4.377	4.472

Crédito privado (% a/a, media)	n.d.								
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.								
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.								
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.								
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	n.d.								

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

49,8 puntos, lo cual refleja una mejora respecto a trimestres anteriores, aunque aún por debajo del umbral teórico de contracción (50 puntos). La confianza del consumidor se ubica en -14,1 y sigue poco halagüeña. Las ventas minoristas presentan caídas (-1.6% en abril); con ello, acumulan más de un año en caída, lo que es coherente con la caída de las importaciones. A pesar de ello, la producción industrial se recupera (4,1% a/a en abril), ayudada por el efecto de base (-6,4% en el mismo periodo del año anterior). De esta forma, la previsión de crecimiento del PIB para 2024 se ubica en 1,8%, en tanto que para 2025 sería del 2,6% (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

La inflación se situó en 7,2% en junio y continúa su tendencia a la baja, observándose una mayor dinámica de crecimiento en los precios del transporte (9%), educación (11,4%) y alimentos (4,4%). El Banco de la República ha bajado los tipos de interés en abril al 11,75% (-50 pbs), encadenando 4 bajadas desde noviembre pasado. El peso colombiano se ha depreciado cerca del 7% respecto al dólar en el mes de junio.

Entre los riesgos de corto plazo están el déficit fiscal (proyectado en el -5,6% del PIB en 2024) y que seguirá alto en 2025. Se ha realizado una reforma en el sistema de pensiones después de 30 años. A grandes rasgos, la reforma en materia de pensiones amplía la cobertura y modifica la distribución de recursos al pasar gran parte a un fondo público y quitarles peso a los fondos privados.

1.2.14 Chile

La actividad económica está repuntando y la restricción monetaria se modera.

El primer trimestre de 2024 ha comenzado con una clara aceleración de la actividad económica en Chile, con un aumento del PIB del 2,0% (1,9% t/t). La fortaleza provino principalmente de las exportaciones de bienes,

favorecidas por la gran subida de los precios del cobre, aunque la exportación de servicios también acompaña. El consumo del gobierno sirvió igualmente de soporte a la mayor actividad, mientras que el consumo de los hogares está más estancado, a pesar de que los salarios suben cerca de un 6,0% nominal (2,4% real). La producción industrial crece al 2,3%, siendo la minería el principal contribuidor (7,0%).

Asimismo, la confianza del consumidor ha hecho un pico en febrero, aunque está bajando nuevamente. Las ventas minoristas se están recuperando al crecer un 14,3% en mayo; sin embargo, las ventas de vehículos siguen bajando. En este contexto, se prevé un crecimiento del PIB chileno en el entorno del 2,6% para 2024 y del 2,9% para 2025 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

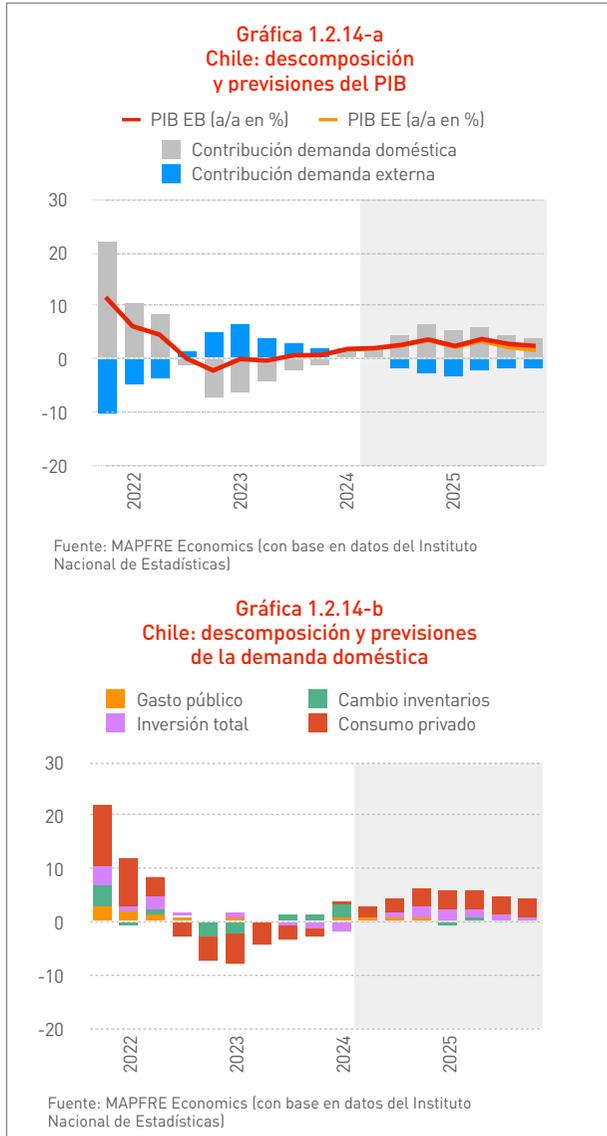
La inflación se situó en un 4,2% a/a en junio, aunque se sigue moderando mes a mes (0,3%). Los tipos de interés del banco central se sitúan en 5,75%, con un recorte de 25 pbs en junio. Chile ha tenido una situación complicada desde 2021 (hasta 2023 incluido), rozando una inflación de 14% y unos tipos de interés oficiales altos, que llegaron a 11,25% en 2022.

A nivel de riesgos de corto plazo, la posibilidad de volver a intentar cambiar la constitución es ahora más baja. En octubre habrá elecciones locales, que servirán de barómetro para las elecciones parlamentarias de 2025. Por otra parte, los cambios propuestos en materia fiscal no están progresando en el congreso y sin ello el gobierno no tiene espacio

Chile

- La inflación se ha moderado, pero se mantiene estancada a nivel interanual en torno al 4,1%.
- Los tipos de interés han bajado del 11,25% en 2022 a los 5,75% actuales.
- La economía chilena repuntó en el primer trimestre del año, con un crecimiento del 2,0%, y la previsión para el conjunto de 2024 se sitúa en el 2,6%.

Tabla 1.2.14
Chile: principales agregados macroeconómicos



	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	0,5	-6,4	11,6	2,1	0,3	2,6	2,9	2,5	2,4
Contribución de la demanda doméstica	0,7	-9,7	20,5	2,5	-3,4	3,7	5,0	3,7	4,1
Contribución de la demanda externa	-0,2	3,3	-9,0	-0,4	3,7	-1,1	-2,1	-1,2	-1,7
Contribución del consumo privado	0,4	-4,7	13,0	1,1	-3,4	2,1	3,5	2,1	2,9
Contribución de la inversión total	1,0	-2,7	3,6	1,0	-0,2	0,3	1,4	0,3	1,1
Contribución del gasto público	0,1	-0,5	2,1	1,1	0,3	0,6	0,0	0,6	0,0
Consumo privado (% a/a)	0,7	-7,6	21,2	1,6	-5,2	3,3	5,6	3,3	4,6
Gasto público (% a/a)	0,9	-3,5	13,6	6,8	1,9	3,6	0,0	3,6	0,0
Inversión total (% a/a)	4,4	-11,1	15,9	4,1	-0,7	1,2	6,0	1,2	4,8
Exportaciones (% a/a)	-2,7	-1,3	-1,4	1,0	0,1	2,8	2,7	2,8	2,2
Importaciones (% a/a)	-1,9	-12,6	31,6	2,0	-11,7	6,1	9,6	6,1	7,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,5	10,9	7,6	8,3	8,9	7,1	6,6	7,1	6,9
Inflación (% a/a, media)	2,3	3,0	4,5	11,6	7,3	3,8	3,5	3,9	4,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,7	2,9	6,6	13,0	4,0	4,2	2,9	4,4	4,0
Balance fiscal (% PIB)	-2,9	-7,3	-7,7	1,1	-2,4	-1,8	-1,1	-1,8	-1,2
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,9	-6,3	-6,9	2,1	-1,3	-0,6	0,1	-0,5	0,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-5,2	-1,9	-7,3	-8,6	-3,5	-1,8	-3,8	-1,9	-5,7
Tipo de interés oficial (final período)	1,75	0,50	4,00	11,25	8,25	5,00	4,25	5,50	4,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,65	-0,32	4,04	9,54	7,99	5,71	4,06	5,75	4,72
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,14	2,65	5,65	5,32	5,30	5,62	5,24	6,26	5,92
Tipo de cambio vs USD (final período)	745	711	850	860	885	894	876	900	949
Tipo de cambio vs Euro (final período)	837	873	963	917	977	961	953	961	1.021
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)	9,4	4,9	6,3	13,2	9,1	4,7	1,6	4,7	1,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp.,	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,1	20,1	20,1	20,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadísticas)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

para aumentar los gastos sociales, propuesta que se mantiene en el centro de los objetivos del actual gobierno.

1.2.15 Perú

La economía sigue recuperándose y la inflación moderándose.

El PIB peruano ha crecido un 1,4% a/a en el primer trimestre del año, con el consumo privado incrementándose un 1,2% y el público un 5,0%. Las exportaciones crecen al 2,9%, mientras que las importaciones lo hacen aún más, al 5,7%. La producción industrial crece un 5,2% en abril, y las encuestas de situación estiman una mejora de la demanda para los próximos meses, una mejora para la industria, pero un empeoramiento para la situación económica en general. En este sentido, estimamos un crecimiento para la economía de Perú que se situaría en el 2,4% para 2024 y en el 2,9% para 2025 (véanse la Tabla 1.2.15 y las Gráficas 1.2.15-a y 1.2.15-b).

Por otra parte, los precios al consumidor han rebotado ligeramente al 2,3% a/a en junio, pero aun así es un buen registro. En un país fuertemente dependiente de la minería de cobre y de la agricultura, cualquier movimiento en precios o demanda de estos productos genera altas fluctuaciones. En este marco, el banco central mantuvo los tipos de interés en junio en el 5,75%, acumulando una bajada de 200 pbs desde agosto de 2023.

Perú

- La inflación se mantiene en niveles controlados en torno al 2,3%.
- El buen comportamiento de los precios del oro y cobre beneficia a las exportaciones.
- El PIB peruano aumenta un 1,4% en el primer trimestre y se prevé un crecimiento del 2,4% para el conjunto del año.

Desde el punto de vista de los riesgos de corto plazo, la subida de los precios del cobre y del oro, dos de las principales exportaciones del país, auguran una continuación del buen comportamiento de las exportaciones. La balanza por cuenta corriente está en positivo, aunque la situación puede revertirse ya que las importaciones crecen más que las exportaciones.

1.2.16 China

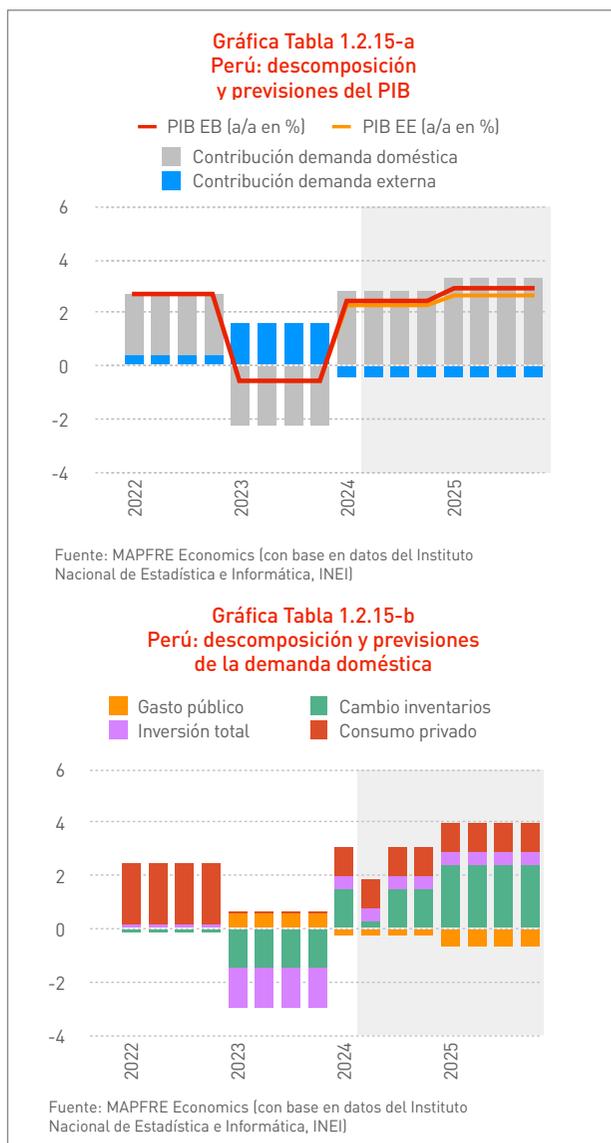
Tensión internacional por los aranceles e internamente sigue necesitando soporte, especialmente el sector construcción.

La economía china creció un 4,7% en el segundo trimestre de 2024, por debajo de lo esperado. Sigue con una dinámica débil el sector de la construcción con el número de obras nuevas cayendo un 24% en oficinas y un 25% en residencial, y a nivel de obras en curso reduciéndose un 12% en el segmento residencial y un 9% en el de oficinas. Las ventas de viviendas han caído un 27% y se observa una caída abrupta en el precio de los terrenos vendidos (-61%), datos a mayo. El inicio de construcciones nuevas baja más del -24,6% y la financiación al promotor lo hace un -24,9%.

China

- Los aranceles impuestos por Estados Unidos y Europa a los automóviles y otros sectores podrían afectar el desempeño de las exportaciones.
- China ha dejado atrás la deflación por fortaleza del consumo y efectos de base.
- El gobierno deberá seguir destinando apoyos a determinados sectores críticos de la economía.
- La previsión de crecimiento del PIB chino se sitúa en el 4,6% para 2024.

Tabla 1.2.15
Perú: principales agregados macroeconómicos



	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	2,3	-10,9	13,5	2,7	-0,6	2,4	2,9	2,3	2,7
Contribución de la demanda doméstica	2,3	-9,9	15,0	2,4	-2,3	2,8	3,3	2,7	3,5
Contribución de la demanda externa	0,1	-1,6	-0,9	0,4	1,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,8
Contribución del consumo privado	2,1	-6,3	8,1	2,3	0,1	1,1	1,1	1,1	1,3
Contribución de la inversión total	0,8	-4,2	8,1	0,1	-1,5	0,5	0,5	0,5	0,4
Contribución del gasto público	0,5	0,9	0,8	0,0	0,6	-0,3	-0,6	-0,3	-0,6
Consumo privado (% a/a)	3,3	-9,7	12,3	3,6	0,1	1,7	2,3	1,6	2,0
Gasto público (% a/a)	4,3	7,2	5,4	-0,1	4,3	-2,0	-4,6	-2,0	-4,6
Inversión total (% a/a)	3,6	-18,2	38,3	0,6	-5,9	2,2	2,0	2,0	1,8
Exportaciones (% a/a)	1,2	-20,0	13,8	5,4	5,0	1,7	5,4	1,8	4,9
Importaciones (% a/a)	1,0	-15,4	18,0	3,9	-1,5	3,5	7,3	3,4	6,9

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

Tipo de interés oficial (final período)	2,25	0,25	2,50	7,50	6,75	5,00	4,00	5,25	4,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	n.d.								
Tipo de interés a 10 años (final período)	n.d.								
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,31	3,62	3,99	3,81	3,71	3,73	3,78	3,75	3,86
Tipo de cambio vs Euro (final período)	3,72	4,44	4,52	4,07	4,10	4,01	4,11	4,01	4,16

Crédito privado (% a/a, media)	n.d.								
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.								
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.								
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.								
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	n.d.								

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadística e Informática, INEI)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

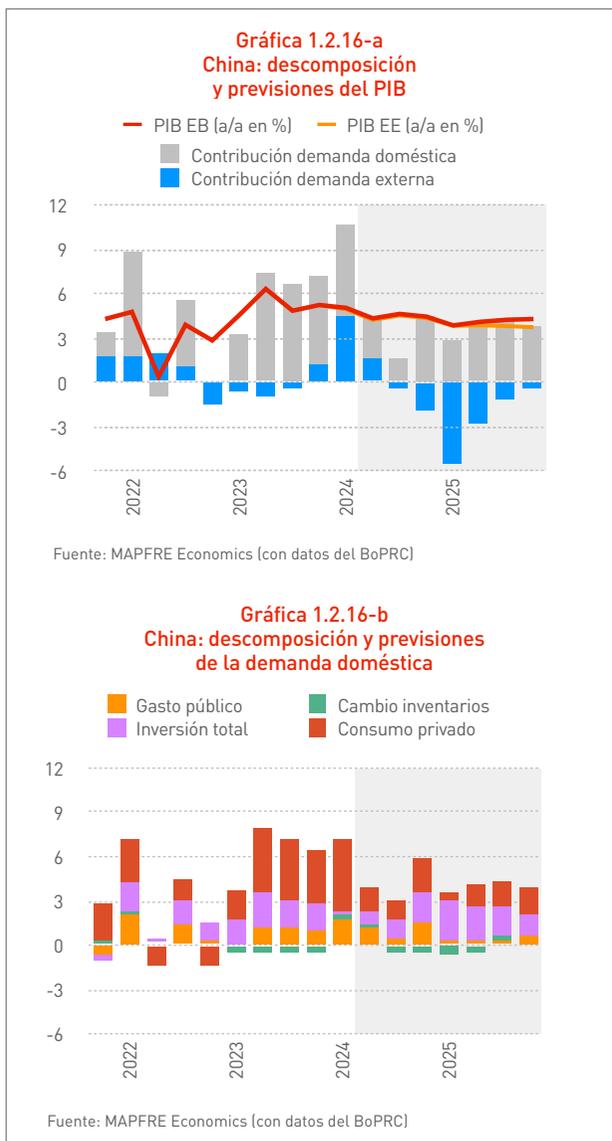
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Tabla 1.2.16
China: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base [EB]		Estresado (EE)	
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
PIB (% a/a)	6,0	2,2	8,5	3,0	5,2	4,6	4,1	4,5	3,8
Contribución de la demanda doméstica	5,3	1,6	6,6	2,6	5,9	3,8	3,7	4,7	3,4
Contribución de la demanda externa	0,6	0,7	2,3	0,7	-0,1	0,8	-2,3	0,5	-2,3
Contribución del consumo privado	2,5	-1,0	4,6	0,3	3,5	2,4	1,4	2,4	1,3
Contribución de la inversión total	2,2	1,3	1,3	1,3	1,9	1,2	2,1	1,2	1,9
Contribución del gasto público	1,1	0,8	0,3	0,9	0,9	1,2	0,4	1,2	0,4
Consumo privado (% a/a)	6,3	-2,4	12,1	0,9	9,2	6,1	3,3	6,1	3,1
Gasto público (% a/a)	6,6	4,6	1,6	5,6	5,4	7,4	2,2	7,4	2,2
Inversión total (% a/a)	5,1	3,1	3,2	3,1	4,7	2,9	5,3	2,9	4,8
Exportaciones (% a/a)	2,3	1,8	19,1	-0,4	4,1	9,3	-4,3	9,4	-4,9
Importaciones (% a/a)	-0,7	-2,0	7,9	-5,0	6,1	7,1	9,1	7,1	8,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,1	3,5	3,2	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,5
Inflación (% a/a, media)	2,9	2,5	0,9	2,0	0,2	0,5	1,5	0,6	1,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,3	0,1	1,8	1,8	-0,3	0,8	1,9	1,0	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-5,6	-7,6	-5,1	-7,4	-7,9	-8,6	-7,0	-8,6	-7,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,2	-3,7	-1,5	-3,7	-4,1	-4,9	-3,4	-4,9	-3,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,7	1,7	2,0	2,5	1,4	1,6	0,4	1,6	0,4
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	3,00	3,00	2,75	2,50	2,50	2,25	2,50	2,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,02	2,76	2,50	2,42	2,53	1,92	2,12	1,92	2,01
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,14	3,14	2,78	2,84	2,56	2,35	2,41	2,85	2,74
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,99	6,52	6,35	6,90	7,10	7,28	7,21	7,32	7,27
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,85	8,00	7,19	7,36	7,84	7,82	7,84	7,82	7,82
Crédito privado (% a/a, media)	13,1	13,1	12,3	11,1	11,4	8,9	7,8	8,3	5,6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	29,0	32,9	30,2	31,4	28,5	28,7	30,4	28,7	30,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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



Los índices de gestores de compras (PMIs) han mejorado, con el compuesto en 52,8, el de servicios en 51,2 y el manufacturero, en 51,8. Puntos. Asimismo, las ventas al por menor se están recuperando, con un crecimiento del 3,7%. La confianza del consumidor está estable, pero en niveles deprimidos (88,2) con respecto a 2019-2020. El gobierno tiene un objetivo formal de crecimiento para la economía cercano al 5%. Nosotros prevemos un crecimiento del 4,6% en 2024 y un 4,1% en 2025, una desaceleración relacionada con la inversión en el sector inmobiliario y con la posible pérdida de dinamismo de las exportaciones (véanse la Tabla 1.2.16 y las Gráficas 1.2.16-a y 1.2.16-b).

A nivel precios, la economía china ha dejado atrás la deflación y ahora los precios ya crecen un 0,2% a/a (junio) y la subyacente al 0,6%. La alimentación cae un -2,1% y el precio de los carburantes aumenta un 5,6%. Los precios al productor todavía caen un -0,8% en junio, pero se están recuperando y con el efecto de base seguramente entrarán en positivo en los próximos meses. En el ámbito de política monetaria la ratio de reservas para los bancos se mantiene en 10% desde enero. Como la economía salió recientemente de deflación, mejora ligeramente la situación. El tipo de interés de depósito se sitúa en 1,50%, y el tipo de interés repo inverso a 7 días (*reverse repo rate*) se sitúa en 2,12%.

En cuanto a los riesgos de corto plazo, los aranceles impuestos por Estados Unidos y Europa a los automóviles y otros sectores podrían afectar el desempeño de las exportaciones. Asimismo, persiste el problema del sector inmobiliario, con caídas tanto en volumen de nueva construcción como en precios, esto último tiene un efecto pernicioso al incentivar el aplazamiento en las compras. Por otra parte, con los sectores financiero, inmobiliario y de finanzas regionales en situación delicada, el gobierno quisiera que al menos sus exportaciones sean un factor de crecimiento, pero con los nuevos aranceles a las exportaciones de automóviles eléctricos no resultará sencillo. Sin embargo, la interconexión de las economías occidentales con China es de tal magnitud que los cambios son un tema de largo plazo. En diversas

ocasiones, el gobierno ha hecho públicas sus intenciones de seguir apoyando a determinados sectores críticos con el fin de mantener los altos niveles de crecimiento económico.

1.2.17 Indonesia

La economía mantiene su elevado crecimiento apoyada en el aumento del crédito.

La economía indonesia creció un 5,1% en el primer trimestre de 2024, con el consumo privado aumentando un 4,9%, la inversión desacelerando un -3,8%, y un importante incremento del gasto público del 19,9%. Las exportaciones aumentan un 0,5%, y las importaciones lo hacen un 1,8%. Asimismo, el crédito crece a gran ritmo, tanto a la industria como a los consumidores, lo que es un indicador de que la actividad económica va a seguir fuerte. El PMI manufacturero de junio mejora hasta el 54,3, y las ventas minoristas aceleran al 4,7% en mayo. La producción industrial estaba en ligera contracción en marzo de 1,3% a/a, aunque mejora respecto al mes anterior en 6,7%. De esta forma, se prevé un crecimiento del PIB indonesio de 4,8% para 2024 y de 4,9% para 2025 (véanse la Tabla 1.2.17 y las Gráficas 1.2.17-a y 1.2.17-b).

Por su parte, la inflación se mantiene cerca del objetivo, situándose en el 2,8% en mayo, con lo que ha bajado desde el pico de casi el 6,0% en septiembre de 2022. De esta forma, el Banco Central de Indonesia

Indonesia

- La inflación del 2,8% está dentro del objetivo del banco central.
- Se registra un importante aumento en el gasto público del 19,9% en el primer trimestre del año.
- La economía indonesia acelera hasta el 5,1% en primer trimestre de 2024, con lo que la previsión de crecimiento del PIB para el conjunto del año se ubica en el 4,8%.

Tabla 1.2.17

Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2019	2020	2021	2022	2023(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024(p)	2025(p)	2024(p)	2025(p)
PIB (% a/a)	5,0	-2,1	3,7	5,3	5,0	4,8	4,9	4,7	4,3
Contribución de la demanda doméstica	3,6	-3,6	4,1	4,6	4,4	4,6	4,6	4,6	4,1
Contribución de la demanda externa	1,4	1,5	-0,4	0,8	0,7	0,2	0,3	0,1	0,1
Contribución del consumo privado	2,9	-1,5	1,1	2,7	2,7	2,8	2,7	2,8	2,5
Contribución de la inversión total	1,5	-1,6	1,2	1,2	1,4	0,9	2,0	0,9	1,8
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,3	-0,4	0,2	0,7	0,1	0,7	0,1
Consumo privado (% a/a)	5,2	-2,7	2,0	5,0	4,9	5,2	5,0	5,2	4,6
Gasto público (% a/a)	3,3	2,1	4,3	-4,5	2,9	9,1	1,3	9,1	1,5
Inversión total (% a/a)	4,5	-5,0	3,8	3,9	4,4	2,8	6,6	2,7	5,8
Exportaciones (% a/a)	-0,5	-8,4	18,0	16,2	1,3	4,4	5,7	4,4	5,2
Importaciones (% a/a)	-7,1	-17,6	24,9	15,0	-1,6	4,3	6,4	4,3	5,6

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

Tipo de interés oficial (final período)	5,00	3,75	3,50	5,50	6,00	5,75	5,00	6,25	4,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,51	4,06	3,75	6,62	6,95	6,93	5,97	6,95	5,91
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,10	6,10	6,38	6,93	6,49	6,66	6,55	7,48	7,21
Tipo de cambio vs USD (final período)	13.883	14.050	14.253	15.568	15.389	16.502	16.674	16.606	17.080
Tipo de cambio vs Euro (final período)	15.596	17.241	16.143	16.605	17.005	17.734	18.149	17.738	18.369

Crédito privado (% a/a, media)	8,8	1,4	1,0	9,6	9,2	9,1	7,4	9,1	7,7
Crédito familias (% a/a, media)	7,9	2,1	2,2	7,8	9,1	8,3	5,2	8,3	5,1
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	0,3	-9,0	-12,6	15,3	29,8	15,6	7,7	15,6	7,2
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	22,8	21,4	25,7	29,2	27,4	24,8	24,2	24,8	24,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

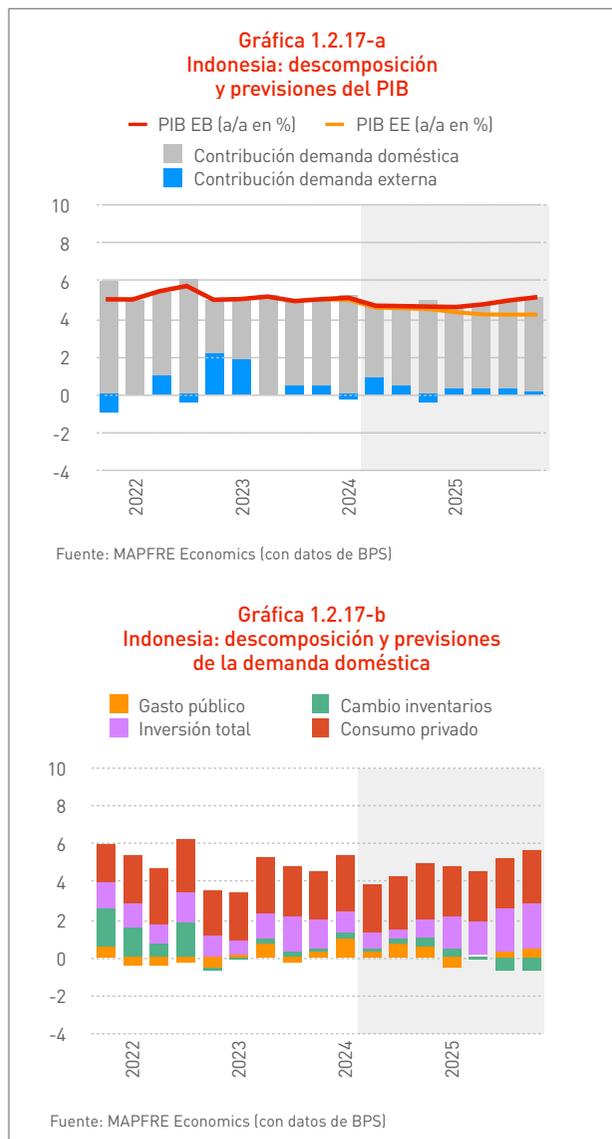
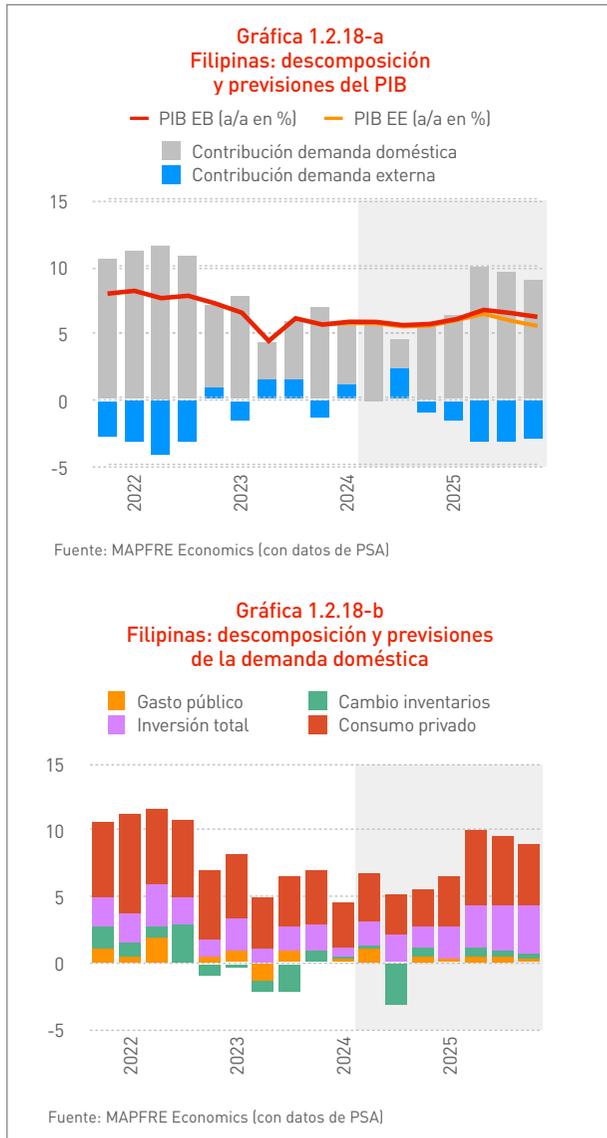


Tabla 1.2.18
Filipinas: principales agregados macroeconómicos



	2019	2020	2021	2022	2023 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2024 ^(p)	2025 ^(p)	2024 ^(p)	2025 ^(p)
PIB (% a/a)	6,1	-9,5	5,7	7,6	5,5	5,6	6,3	5,5	5,9
Contribución de la demanda doméstica	6,3	-13,5	8,0	9,8	5,5	4,5	8,8	4,5	8,2
Contribución de la demanda externa	-0,2	4,0	-2,3	-2,2	0,0	0,6	-2,7	0,5	-2,6
Contribución del consumo privado	4,3	-5,8	3,1	6,0	4,1	3,2	4,9	3,2	4,5
Contribución de la inversión total	1,1	-7,3	2,1	2,2	1,9	1,5	3,2	1,5	3,0
Contribución del gasto público	1,1	1,3	1,1	0,8	0,1	0,5	0,4	0,5	0,4
Consumo privado (% a/a)	5,9	-8,0	4,2	8,3	5,6	4,4	6,7	4,4	6,2
Gasto público (% a/a)	9,1	10,5	7,2	5,1	0,6	3,6	2,9	3,6	2,9
Inversión total (% a/a)	3,9	-27,3	9,8	9,8	8,2	6,3	13,5	6,3	12,8
Exportaciones (% a/a)	2,6	-16,1	8,0	11,0	1,4	8,8	2,7	8,8	2,3
Importaciones (% a/a)	2,3	-21,6	12,8	14,0	1,0	4,8	9,2	4,8	8,6
Tasa de paro (% último trimestre)	4,6	8,7	6,8	4,3	3,6	4,1	3,9	4,1	4,1
Inflación (% a/a, media)	2,4	2,4	3,9	5,8	6,0	3,4	3,2	3,4	3,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	2,9	3,6	7,9	4,3	3,2	2,8	3,3	3,1
Balance fiscal (% PIB)	-3,4	-7,6	-8,6	-7,3	-6,2	-5,2	-3,8	-5,2	-3,9
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,8	3,2	-1,5	-4,5	-2,6	-1,4	-3,5	-1,4	-3,5
Tipo de interés oficial (final período)	4,00	2,00	2,00	5,50	6,50	6,00	5,25	6,25	5,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,97	2,00	1,81	5,50	6,41	6,00	5,23	6,01	5,32
Tipo de interés a 10 años (final período)	4,44	2,97	4,72	6,91	6,02	6,48	5,94	7,30	6,53
Tipo de cambio vs USD (final período)	50,74	48,04	50,27	56,12	55,57	58,21	57,84	58,56	59,09
Tipo de cambio vs Euro (final período)	57,01	58,94	56,93	59,86	61,40	62,56	62,95	62,56	63,55
Crédito privado (% a/a, media)	9,5	4,0	0,9	8,3	8,2	7,7	7,4	7,7	7,7
Crédito familias (% a/a, media)	12,8	11,2	-2,1	7,9	15,9	15,6	12,8	15,6	12,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,9	-7,9	8,2	13,5	10,5	9,9	10,2	9,9	9,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,0	3,4	-0,4	-1,0	4,8	10,4	9,8	10,4	9,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

sostuvo los tipos de interés en junio en el 6,25%, para mantener la inflación cerca del objetivo del 3%.

Los riesgos de corto plazo para la economía indonesia pueden surgir de un repunte de la inflación o de una caída en los precios de las principales exportaciones, como el aceite de palma o el carbón. Una demora de la Reserva Federal de los Estados Unidos en bajar tipos de interés haría más difícil para el Banco de Indonesia avanzar en la reducción de la restricción monetaria. La balanza por cuenta corriente está ligeramente en negativo (-0,5% del PIB), y el tipo de cambio se estabilizó alrededor de 16.400 IDR/USD.

1.2.18 Filipinas

La economía filipina mantiene un crecimiento dinámico y con la inflación moderándose.

La economía filipina aceleró en el primer trimestre de 2024 al situarse en el 5,7% (1,3% t/t), con el consumo privado (8,2% nominal), las exportaciones (8,7% nominal) y las importaciones (2,0% nominal) mostrando fortaleza. Por su parte, los indicadores adelantados de actividad se mantienen igualmente fuertes, con el PMI manufacturero en 51,3 puntos en junio. Asimismo, la producción industrial crece al 6,69% en abril, después de acusada caída en marzo. Se

Filipinas

- El consumo de los hogares y las exportaciones se mantienen fuertes.
- La inflación se modera, pero aún tiene riesgos de repuntar por la dinámica en los precios de los alimentos, electricidad y petróleo en los mercados internacionales.
- No es probable que el banco central baje tipos de interés antes que la Reserva Federal.
- Se estima que la economía filipina crezca en torno al 5,6% en 2024.

observa un repunte de la industria química, creciendo un 18,8%, así como un aumento del 5,1% en la producción de automóviles después de iniciar el trimestre en negativo. La confianza del consumidor empeoró, con un registro de -20,5% en el segundo trimestre, y a 12 meses vista también baja al 13,5. No obstante, para los próximos trimestres se espera que el consumo se mantenga fuerte, alrededor del 4%, con fortaleza también en las exportaciones. En este contexto, la previsión de crecimiento económico para Filipinas se sitúa en 5,6% en 2024 y 6,3% en 2025 (véanse la Tabla 1.2.18 y las Gráficas 1.2.18-a y 1.2.18-b).

La inflación interanual se sigue moderando, situándose en 3,7% en junio, en tanto que la subyacente bajó al 3,1%. Por rúbricas, la alimentación subió un 6,1%, vivienda y suministros del hogar un 0,1%, mientras el coste del transporte lo hizo un 3,1%. En su reunión de junio, el banco central decidió mantener los tipos en 6,50% (*Target Reverse Repo*), 6,0% para depósitos y 7,0% para préstamos. Los riesgos para la inflación siguen inclinándose al alza por posibles presiones en transporte, alimentos, tarifas eléctricas y precios del petróleo mundiales. La previsión de inflación del banco central para 2024 bajó al 3,8% (desde 4,0%), situándose dentro de la banda objetivo de 2,0-4,0%, mientras que la previsión para 2025 sube al 3,7% (desde 3,5%). El banco central considera apropiado mantener una política monetaria suficientemente restrictiva hasta que la inflación se sitúe firmemente dentro de la banda fijada como objetivo. Asimismo, la Junta Monetaria reitera su apoyo a las medidas no monetarias adoptadas por el gobierno para hacer frente a las persistentes presiones de oferta sobre los precios de los alimentos y evitar así nuevos efectos secundarios.

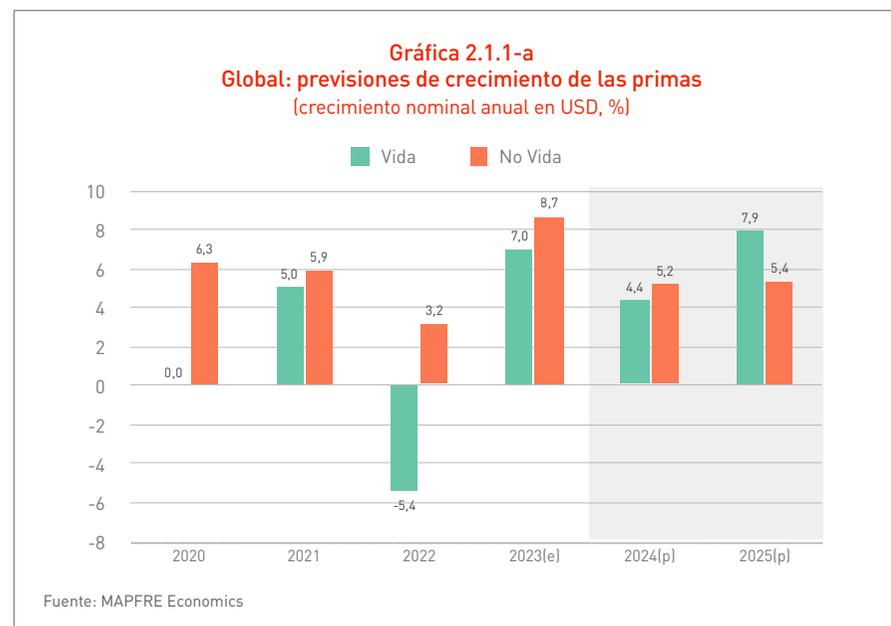
2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

2.1.1 Mercados globales

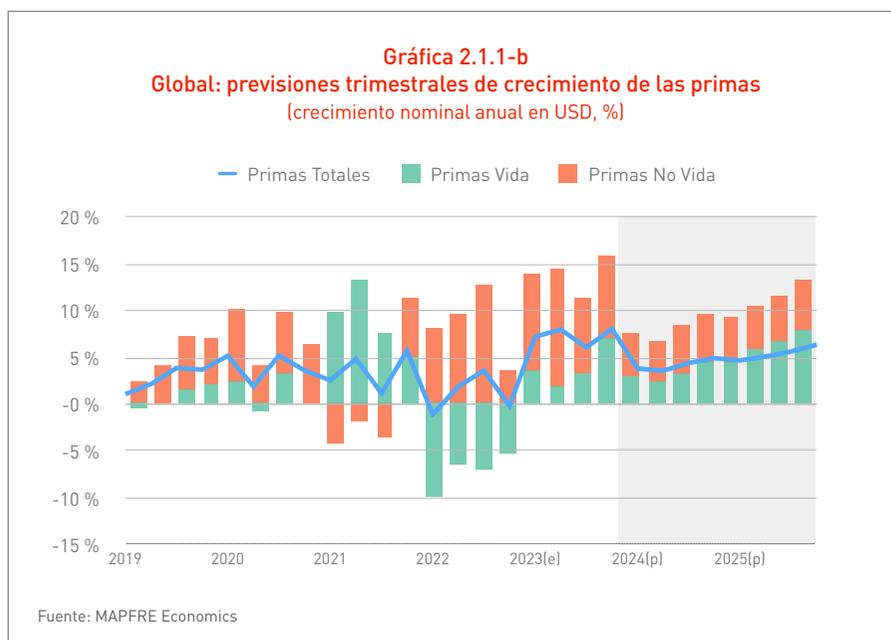
Los indicadores macroeconómicos considerados en el escenario base de este informe proyectan una leve desaceleración para el 2024 respecto al 2023, con un crecimiento del PIB global en el entorno del 3,0% en el 2024 y del 2,9% para el 2025. Esos datos favorecen, por extensión, a las previsiones de desempeño de la demanda aseguradora agregada a nivel mundial para este año y para el próximo. Así, la presión a la que estuvo sometido el sector del seguro en anteriores periodos, parece que toca techo. Entre los motivos que condicionaron ese efecto ha estado una alta inflación que, inevitablemente, condujo a una elevación de las tarifas, sobre todo en aquellos ramos de negocio en los que la siniestralidad precisaba su ajuste a fin de alcanzar un nivel de rentabilidad sostenible. En sentido opuesto han operado unos tipos de interés, cuya tendencia será a reducirse, pero que de momento se mantienen elevados en espera de cómo evoluciona el mercado. Este último factor ha favorecido en especial el desempeño de los seguros del ramo de Vida, los productos de ahorro y las rentas vitalicias, los cuales seguirán beneficiándose de los elevados tipos de interés. Por su parte, el ramo de No Vida (implicado en sectores con una mayor vinculación al ciclo económico como Autos, Hogar y Vida riesgo, entre otros) verá aumentar su negocio acorde con la actividad económica generada en cada país.

En la Gráfica 2.1.1-a (véase también la Tabla B-1 en el Apéndice de este informe), se observa cómo las perspectivas para el agregado en el mercado asegurador mundial para el 2024 son positivas y, aunque inferiores respecto a las del 2023, se espera que las correspondientes al segmento de los seguros de Vida crezcan un 4,4% y las de No Vida un



5,2%; desempeños que son consistentes con el comportamiento de la economía mundial a lo largo de este año. Para el 2025, la situación mostraría una relativa mejoraría, ya que una inflación más controlada, condiciones financieras menos estrictas que volverían a ser soporte para el consumo, y una mayor inversión, respaldarían unas proyecciones más favorables en el crecimiento de las primas No Vida, con un 5,4%, así como en el segmento de Vida, para el que se prevé un crecimiento en torno al 7,9%.

Con relación a la evolución del mercado asegurador mundial por trimestres (véanse la Gráfica 2.1.1-b y la Tabla B-1 en el Apéndice de este informe), durante 2021 el ramo de Vida mostró crecimientos positivos, al contrario del ramo de No Vida que mostró un desempeño negativo durante los primeros tres trimestres. En 2022, por su parte, se dio la circunstancia

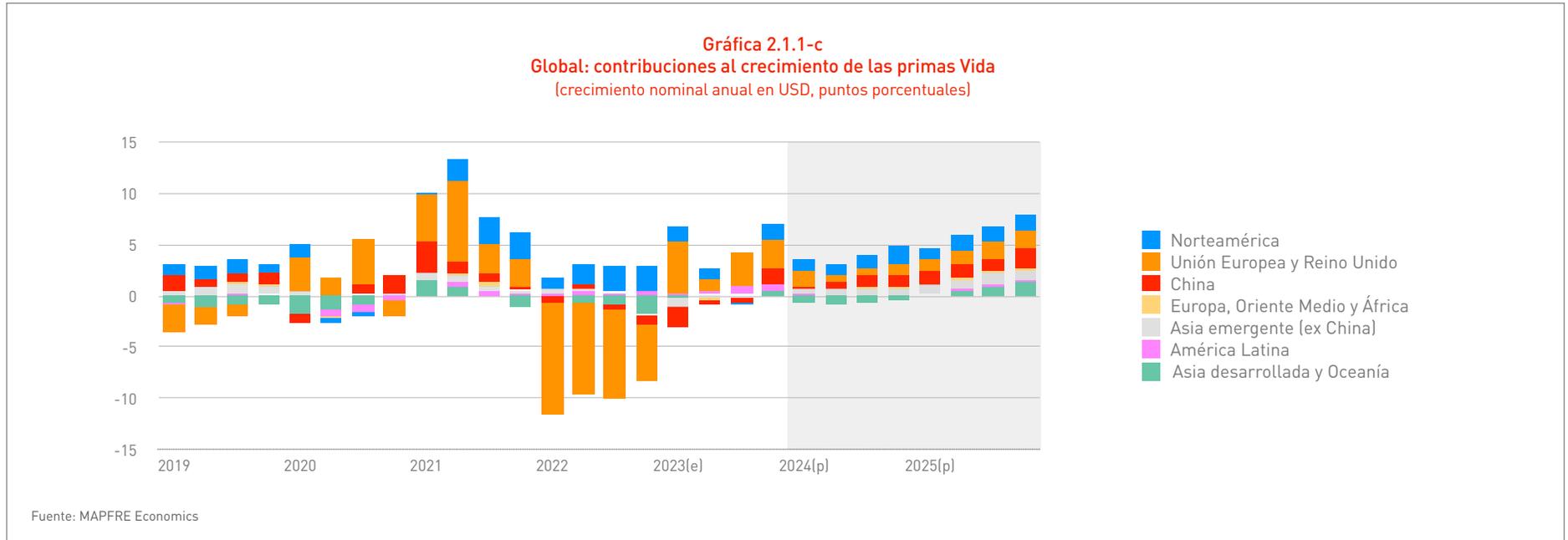


contraria: las primas de Vida presentaron crecimientos negativos todo el año, en tanto que las primas de No Vida mostraron una tasa de crecimiento promedio superior al 8%. A partir del 2023, ambos ramos han contribuido de manera positiva, con una tasa media del 3,9% para el segmento de Vida y del 9,9% para No Vida. De esta forma, y a partir del escenario económico base proyectado para el periodo 2024-2025, se prevé una contribución positiva por parte de ambos sectores de aseguramiento, con una tasa promedio de crecimiento en torno al 4,8% para el segmento de Vida y de un 4,9% para el de No Vida, con lo que el total de primas en el agregado mundial crecería de forma continuada hasta alcanzar, al final del periodo, una tasa de crecimiento promedio en el entorno del 4,8%.

Ahora bien, al analizar la contribución al crecimiento del sector asegurador por regiones económicas y segmentos, se observa que, para el caso de los seguros de Vida (véanse la Gráfica 2.1.1-c y la Tabla B-1 en el Apéndice de este informe) las regiones que más aportarían en promedio para el crecimiento global en el 2024-2025, serían la región de Norteamérica con 1,4 puntos porcentuales (pp), la región Unión Europea y Reino Unido con otros 1,2 pp y, por último, China que añadiría 1,1 pp. Por detrás quedarían el resto de las regiones: Asia Emergente (ex China) con 0,7 pp, Europa, Oriente Medio y África, y América Latina que aportarían 0,2 pp, cada una de ellas, y, por último, Asia Desarrollada y Oceanía que estaría contribuyendo un 0,1 pp.

En lo que respecta al segmento de los seguros de No Vida (véanse la Gráfica 2.1.1-d y la Tabla B-1 en el Apéndice de este informe), el crecimiento nominal promedio que se prevé en el horizonte de previsión (2024-2025) se sitúa en torno al 5,2%. La región de Norteamérica sería la mayor contribuidora del crecimiento global, con un promedio para el final de los próximos años de 3,4 pp, perdiendo paulatinamente protagonismo en este segmento a finales del 2025. Por detrás estarían la región de la Unión Europea y Reino Unido, con una aportación promedio, en cada uno de los casos, del 0,8 pp y 0,6 pp, y China que pasaría de los 0,5 pp en el primer trimestre de 2024 hasta alcanzar los 1,3 pp al final de 2025. La

Gráfica 2.1.1-c
Global: contribuciones al crecimiento de las primas Vida
 (crecimiento nominal anual en USD, puntos porcentuales)



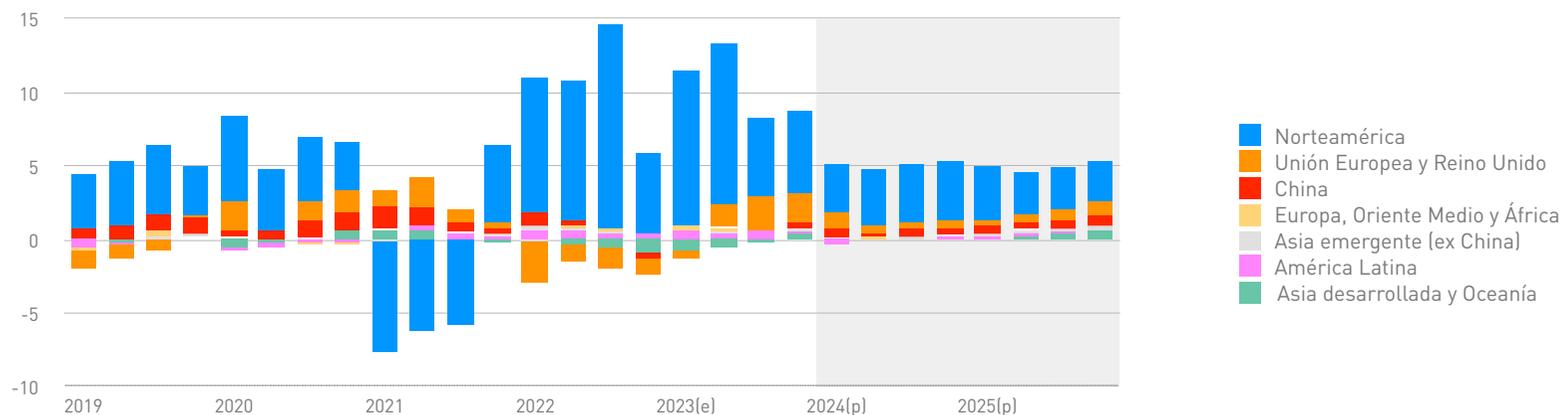
contribución de otras regiones al crecimiento de las primas en el segmento de No Vida sería bastante limitada: Asia desarrollada y Oceanía alcanzaría, al final del periodo, una aportación de 0,5 pp, mientras que el resto de las regiones tendrían una contribución que no superaría los 0,2 pp en cada una de ellas, y particularmente para el caso de la región Europa (ex UE), Oriente Medio y África, que apenas alcanzaría, en su conjunto, una aportación de 0,1 pp al crecimiento de la demanda aseguradora global.

2.1.2 Eurozona

En la Eurozona, se estima un crecimiento económico débil a nivel agregado, del 0,8% en 2024 (0,6% en 2023), lo que supone una revisión ligeramente al alza respecto a la anterior previsión, con un panorama de

crecimiento económico mayor en 2025, del 1,7%. Tres de sus principales economías (Alemania, Francia e Italia) siguen mostrando crecimientos económicos débiles, lo que puede traducirse en crecimientos moderados de las líneas de negocio más cíclicas del sector asegurador, aunque con perspectivas de mejora hacia el próximo año. Sin embargo, otras economías, particularmente España, se están comportando mejor de lo previsto, por lo que el panorama para las referidas líneas de negocio mejora, con la ayuda del giro en la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) hacia una relajación de su política monetaria (todavía restrictiva) y la reactivación del crédito que comienza a observarse en las encuestas realizadas por este organismo. Así, los actuales niveles de tipos de interés y las expectativas de que puedan seguir bajando seguirán generando un entorno propicio para los seguros de Vida vinculados al ahorro y las rentas vitalicias. Por su parte, la mejora en la rentabilidad

Gráfica 2.1.1-d
Global: contribuciones al crecimiento de las primas No Vida
 (crecimiento nominal anual en USD, puntos porcentuales)



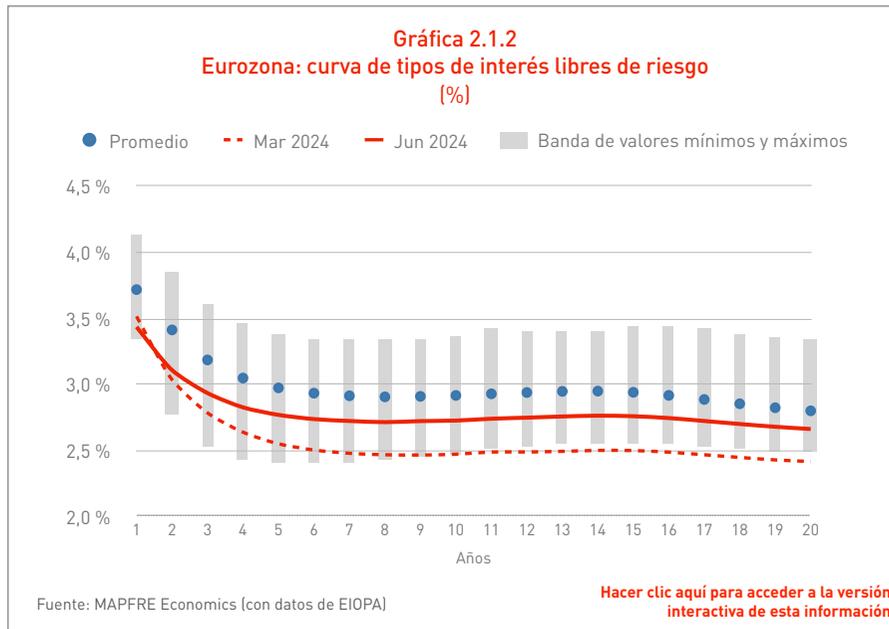
Fuente: MAPFRE Economics

financiera de las carteras de inversión, la inflación a la baja y la revisión de las primas de seguros para adaptarlas a la inflación hace que mejoren las perspectivas de rentabilidad del sector asegurador.

El BCE ha mantenido los tipos de interés en su reunión de julio, tras la importante decisión del mes anterior, que marcó un punto de inflexión en la política monetaria aplicada por esta institución en los dos años previos (desde julio de 2022), reduciendo los tipos de interés en 25 puntos básicos (pbs), lo que dejó los tipos de interés en el 4,25% para las operaciones principales de financiación y en el 3,75% para la facilidad de depósito. Esto supuso un primer paso importante de cambio de orientación en la política monetaria hacia niveles menos restrictivos, tras mantener desde el mes octubre de 2023 los niveles más elevados alcanzados en más de dos décadas. Además, el BCE decidió continuar en su senda de reducción

progresiva del tamaño de su balance. Los datos de inflación siguen mostrando síntomas de moderación, situándose en el 2,5% en el mes de junio [2,6% en mayo], lejos ya de la inflación promedio del año 2023 del 5,4% [8,4% en 2022], pero todavía por encima del objetivo del BCE del 2% para el conjunto de la Eurozona. Por otro lado, la reducción progresiva del tamaño de su balance continúa la senda prevista, sin que esto esté afectando de manera significativa a las primas de riesgo de los países con mayores niveles de endeudamiento que, sin embargo, sí sufrieron un repunte temporal tras el proceso electoral francés.

Los movimientos de las curvas de tipos de interés libres de riesgo al cierre del mes de junio producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) reflejan un comportamiento algo más errático en el primer semestre, con una caída significativa en todos los tramos al cierre



del mes de marzo (a medida que se publicaban datos de inflación a la baja) y una recuperación al alza en el segundo trimestre, alejándose de los mínimos del año previo (alcanzados a finales del año). La curva sigue presentando una pendiente negativa en vencimientos hasta los ocho años, ante un escenario en el que los tipos de mercado libres de riesgo descuentan que los tipos de interés podrían seguir bajando en los próximos trimestres, aunque a un ritmo más lento al que se preveía a mediados de año (véase la Gráfica 2.1.2)³.

Este entorno continúa siendo adecuado para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de duraciones cortas y revisión de tipos en cada renovación, pero también de productos con garantías de tipos de interés de mayores duraciones ante las expectativas de que el BCE pueda seguir bajando los tipos de interés en

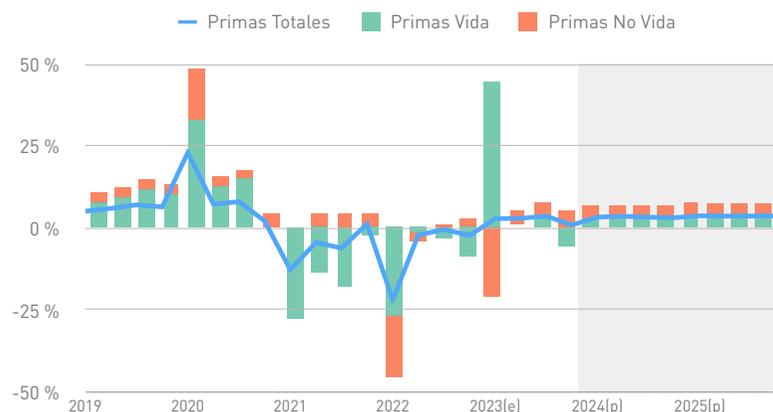
los próximos trimestres. Por otro lado, el Eurostoxx tuvo un buen comportamiento en el primer semestre, con una revalorización en el año del 8,4% (tras el 23,8% del año 2023), lo que favorece el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que pueden beneficiarse también de los altos tipos de interés de la renta fija y de las expectativas de nuevas bajadas en la segunda mitad del año.

2.1.3 Alemania

Las previsiones macroeconómicas para Alemania apuntan hacia un entorno de débil crecimiento del 0,2% en 2024 (0% en 2023), situación que podría mejorar en 2025, año en el que se espera un crecimiento del PIB en el entorno del 1,2%. La debilidad de la demanda sigue afectando principalmente a la inversión, mientras que la inflación continúa moderándose (2,4% y 2,2% en los meses de mayo y junio), frente a una inflación promedio de 2023 del 5,9% (6,9% en 2022). Este entorno plantea un escenario de bajo crecimiento para la actividad aseguradora, aunque el panorama de su rentabilidad sigue mejorando por la moderación de la inflación y por el efecto sobre la rentabilidad financiera de las inversiones de los mayores niveles de tipos de interés. De esta forma, el crecimiento de las primas de No Vida del sector asegurador en 2024 podría situarse en torno al 2,9%, y acelerar su crecimiento en 2025, conforme mejore el panorama económico, hasta el 3,3% (véase la Gráfica 2.1.3).

En cuanto a la actividad de los seguros de Vida, la rentabilidad del bono soberano alemán ha tenido un comportamiento volátil en el último trimestre, con una caída significativa por la incertidumbre generada por las elecciones francesas, que tensó las primas de riesgo en Francia y a lo largo de la Eurozona, presionando a la baja a la curva de rendimientos del bono soberano alemán en sus distintos vencimientos, aunque la situación se ha normalizado al comienzo del segundo semestre. Esta situación de los tipos de interés complica el panorama del negocio de Vida ahorro, pero sigue siendo un entorno favorable al poder ofrecer rentabilidades por

Gráfica 2.1.3
Alemania: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas
 (crecimiento nominal anual en moneda local, %)



Fuente: MAPFRE Economics

encima de los últimos datos de inflación, especialmente en los tramos más cortos de la curva. Así el crecimiento de las primas de Vida del sector asegurador en 2024 podría situarse en el entorno del 3,5%, y acelerar su crecimiento en 2025 hasta el 4,3%, ante unas mejores perspectivas económicas.

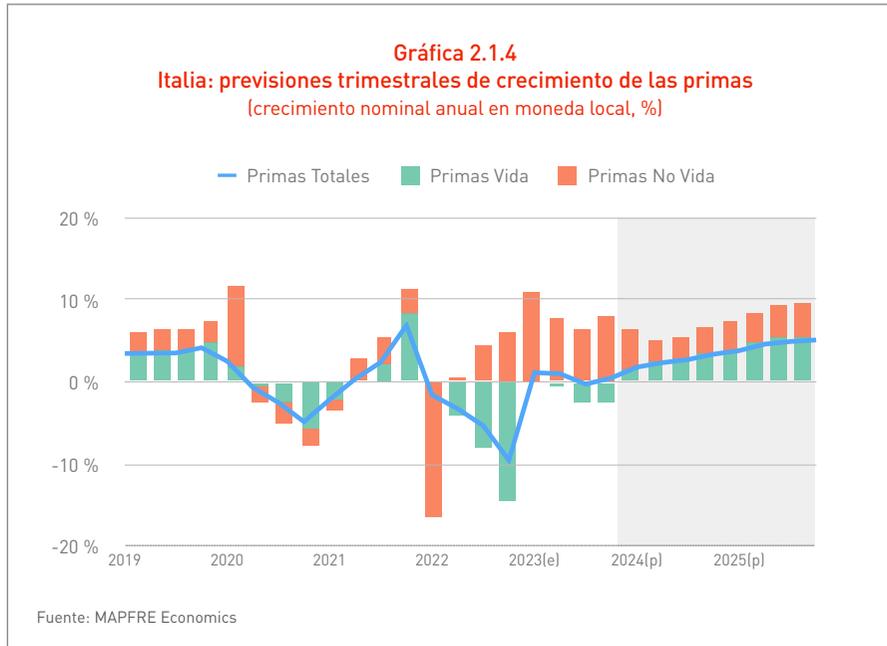
Por otro lado, los principales índices mundiales siguieron experimentando notables crecimientos durante el primer semestre de 2024. Particularmente, el DAX alemán se revalorizó un 8,2% (19,7% en 2023), favoreciendo el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales pueden aprovechar también el entorno de tipos de interés más elevados de lo que venía siendo habitual en este mercado, ampliando así la composición de los activos de referencia hacia un mayor peso de la renta fija para aquellos

asegurados con una mayor aversión al riesgo, y teniendo en cuenta que los principales índices de renta variable, particularmente los de los Estados Unidos y el DAX, siguen cerca de máximos históricos y las perspectivas de que el BCE continúe bajando los tipos de interés gradualmente en los próximos meses.

2.1.4 Italia

La economía italiana sigue sumida en una situación de débil crecimiento económico, con una previsión de crecimiento del 0,6% en 2024 (1,0% en 2023), situación que podría mejorar en 2025, conforme se vaya trasladando a la economía los efectos de las reducciones progresivas de tipos de interés por parte del BCE, esperando un crecimiento del 1,0% el próximo año. En este contexto, se espera que las primas de los seguros de No Vida sufran una desaceleración en su crecimiento en 2024, hasta el 3,0% (8,0% en 2023), para recuperarse en 2025 hasta el 4,3% (véase la Gráfica 2.1.4). Asimismo, la inflación ha seguido cayendo de forma sustancial, situándose en los meses de mayo y junio en el 0,8% (frente a una inflación media del 5,6% en 2023), lo que repercutirá de forma positiva en la rentabilidad del sector asegurador.

Por otro lado, en cuanto al entorno de tipos de interés para los seguros de Vida, la rentabilidad del bono soberano italiano a diez años se vio fuertemente afectada por la incertidumbre generada por las elecciones francesas que tensó las primas de riesgo no solo en Francia sino también en otros países de la Eurozona, como Italia, del cual ha venido recuperándose en las últimas semanas, lejos ya del 4,1% alcanzado al final del primer semestre, con una curva de deuda soberana que sigue invertida en su primer tramo con vencimientos hasta tres años, y una pendiente positiva en los tramos más largos que permite ofrecer rentabilidades en los productos a largo plazo ligeramente superiores a los tipos a corto plazo (prima por plazo positiva). Todo ello continúa dibujando un panorama favorable para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, incluidos productos con tipos garantizados



a plazos más cortos y revisiones periódicas del tipo garantizado, aprovechando la inversión de los primeros tramos de la curva de tipos. Por su parte, el principal índice de renta variable italiano (FTSE MIB) tuvo un buen comportamiento en el primer semestre, con una revalorización en el año del 8,6% (tras el 27,2% del año 2023). Este comportamiento de la renta variable, junto con las altas rentabilidades ofrecidas por la renta fija, continúan siendo un apoyo para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de amplia difusión en el mercado italiano. En este contexto, se estima que las primas de los seguros de Vida podrían crecer en torno al 3,6% en 2024, una vez superados los problemas de los rescates generados en el mercado italiano tras las subidas de tipos de interés en los productos comercializados con tipos garantizados bajos, en tanto que, en 2025, el

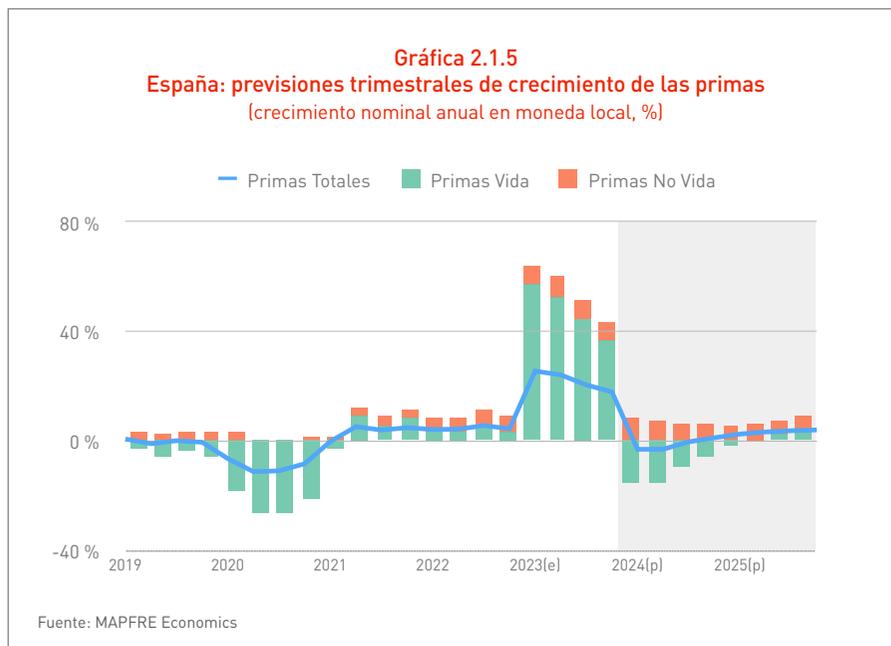
crecimiento previsto para este segmento del mercado asegurador italiano alcanzaría el 5,5%.

2.1.5 España

Continúan mejorando al alza las estimaciones del crecimiento económico para España, hasta el 2,4% en 2024 (2,5% en 2023); para 2025, sin embargo, se espera una ligera desaceleración con un crecimiento del PIB del 1,9%. Tras el buen dato de inflación del mes de enero del 2,8%, la inflación ha venido experimentando algunos repuntes moderados en los meses siguientes (3,6% y 3,4% en los meses de mayo y junio, respectivamente). De momento, el buen comportamiento de la economía española se está trasladando a las líneas de seguros No Vida, las más cíclicas del sector asegurador, las cuales están experimentado crecimientos importantes en lo que va de año (significativamente superiores a la inflación), y se prevé que sigan haciéndolo, con unas estimaciones de crecimiento que podría situarse en el 6,2% en 2024, con una ligera desaceleración en 2025 hasta el 4,7% en el negocio de No Vida (véase la Gráfica 2.1.5).

Por otro lado, a pesar de los últimos repuntes de la inflación, su mejor comportamiento respecto a los altos niveles alcanzados en los años previos, junto con la mejora en la rentabilidad de las carteras de inversión, están repercutiendo de forma positiva en la rentabilidad del sector que experimentó, hasta el mes de marzo, una mejora de 1,4 pp en términos interanuales, hasta situarse en el 9,6% de las primas del sector⁴.

En cuanto al entorno de tipos de interés, como antes se indicó, el BCE en su reunión del mes de julio ha dejado los tipos en el 4,25% para las operaciones principales de financiación y el 3,75% la facilidad de depósito (tras la bajada de 25 pbs del mes de junio) y podría volver a reducir progresivamente los tipos de interés después del verano en función de los datos de inflación. No obstante, de momento mantiene una política monetaria restrictiva, permitiendo a las entidades aseguradoras en



España ofrecer tipos garantizados cercanos a los últimos datos de inflación. Por otro lado, la curva de tipos de la deuda soberana española sigue invertida en su primer tramo con vencimientos hasta cuatro años, y presenta una pendiente positiva en los tramos más largos, si bien todavía no permite ofrecer rentabilidades en los productos a largo plazo superiores a los tipos a corto plazo.

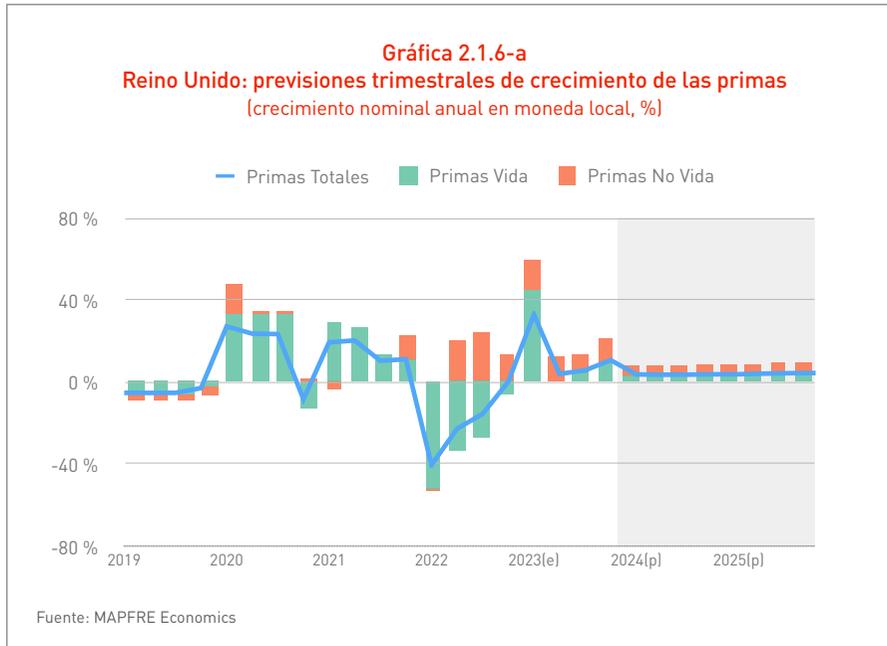
Este entorno de tipos de interés es adecuado para productos con garantías de tipos de interés a plazo más cortos y renovaciones periódicas y algo más complejo para productos con garantías a más largo plazo, aunque las expectativas de que los tipos de interés puedan seguir bajando puede favorecer también a este tipo de productos. Sin embargo, el sector asegurador se encuentra en este negocio con una fuerte competencia por parte de otras instituciones financieras que pueden competir con otros

productos en la gestión del ahorro, como son los depósitos bancarios y los fondos de inversión, lo que, unido al fuerte efecto base de los importantes crecimientos experimentados en el año 2023, hace revisar a la baja la previsión de crecimiento de las primas de Vida del sector asegurador español en 2024, que podría incluso retroceder en torno al -5,0%, volviendo crecimiento en 2025 hasta el 3,4%. No obstante, en términos de ahorro gestionado, las cifras al cierre del primer semestre sí reflejan este buen entorno de tipos de interés para la actividad de los seguros de Vida en España, con un crecimiento en términos interanuales del 3,9%, hasta alcanzar los 207.964 millones de euros⁵.

2.1.6 Reino Unido

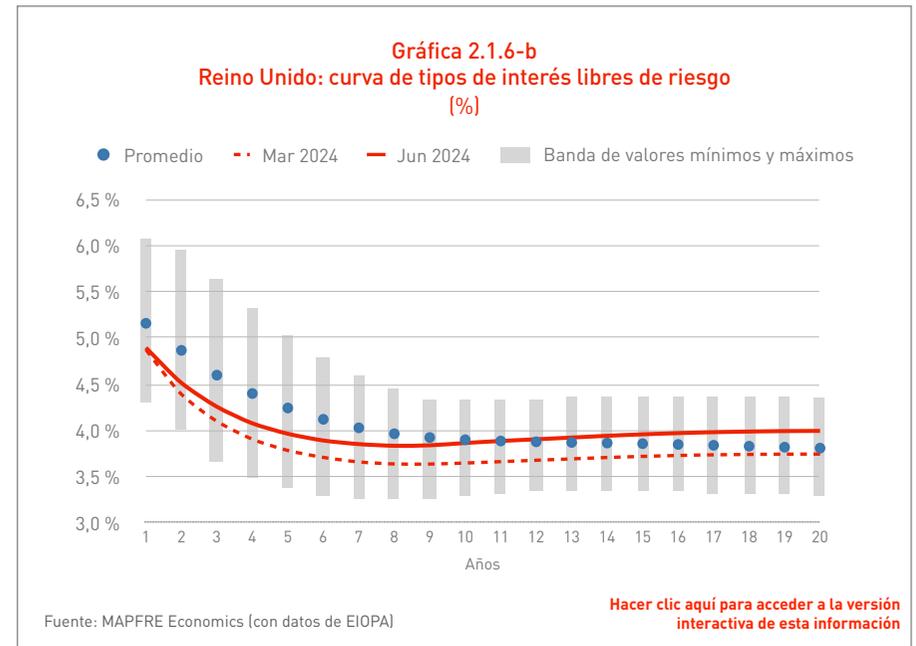
Las previsiones macroeconómicas para el Reino Unido mejoran, con un crecimiento del PIB estimado del 0,9% en 2024 (0,1% en 2023); situación de débil crecimiento que podría ir mejorando en 2025, año en el que se espera un crecimiento del PIB del 1,9%. La inflación, por su parte, sigue dando claros síntomas de mejoría (2,0% interanual en los meses de mayo y junio, respectivamente, frente a una inflación media del 7,3% de 2023), lo cual se traducirá en menores crecimientos de las primas del segmento de No Vida del 3,9% en 2024 (11,7% en 2023), mejorando la situación en 2025 en el que se espera un crecimiento de este segmento de negocio del 4,8%, en línea con el mayor crecimiento económico (véase la Gráfica 2.1-6-a). Asimismo, la moderación de la inflación y los mayores niveles en los tipos de interés podría traducirse en una mejora de los márgenes de rentabilidad.

Respecto al entorno de tipos de interés para los seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, el Banco de Inglaterra decidió mantener los tipos de interés de política monetaria en el 5,25% en su reunión de junio, nivel que mantiene desde el mes de agosto del año anterior y que está cumpliendo su objetivo de control de la inflación. En la curva de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del cierre del mes de junio (véase la Gráfica 2.1.6-b), se aprecia una cierta



estabilidad con una ligera subida, anticipando recortes más moderados por parte de esta institución de lo que se preveía en trimestres previos y continúa con pendiente negativa en vencimientos hasta los ocho años. En cuanto a la renta variable, el FTSE 100 experimentó un crecimiento moderado en el primer semestre del 5,6% (3,8% en 2023), por debajo de los grandes índices internacionales.

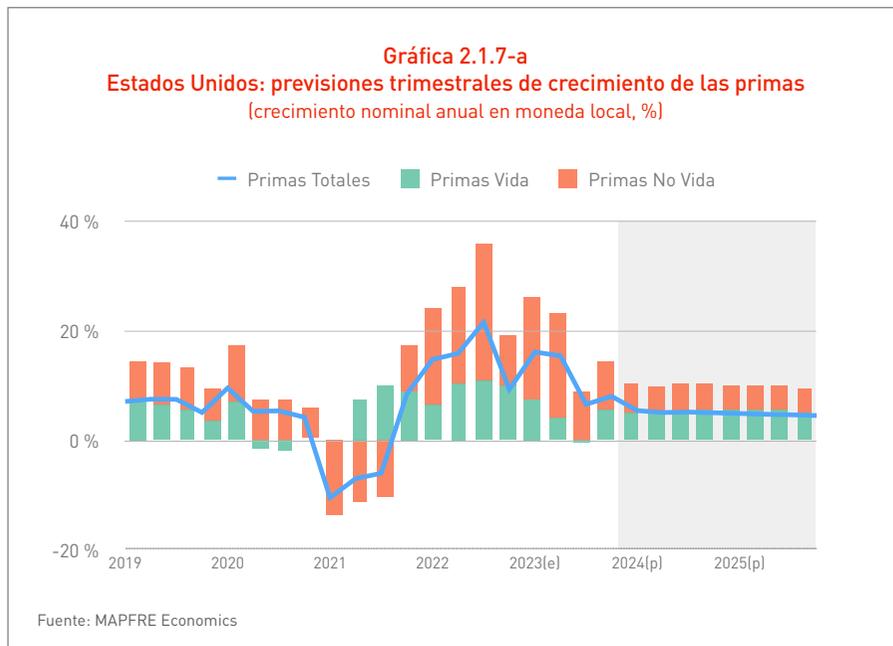
Los alto niveles de los tipos de interés en los tramos más cortos de la curva y la inversión de la curva de rendimientos genera un entorno propicio, aunque complejo, en los productos de Vida vinculados al ahorro con tipos garantizados, esperándose una desaceleración en el crecimiento de las primas de este negocio en 2024, en torno al 3,8% (10,2% en 2023), debido también al efecto base, tras el buen comportamiento del año previo. Sin embargo, las expectativas de que los tipos de interés puedan



comenzar a bajar en los próximos meses continuará favoreciendo el entorno para la comercialización de este tipo de productos cuyo crecimiento podría acelerarse en 2025, hasta el 4,3% (véase la referida Gráfica 2.1.6-a).

2.1.7 Estados Unidos

En Estados Unidos, se mantienen las previsiones de crecimiento económico en el 2,1% en 2024 (2,5% en 2023), con un crecimiento estimado en 2025 del 1,8%. La inflación, que había repuntado en el primer trimestre del año, vuelve a dar síntomas de relajación en el segundo trimestre (3,3% y 3,0% interanual en los meses de mayo y junio, frente a una inflación media del 4,1% de 2023). El buen comportamiento de la

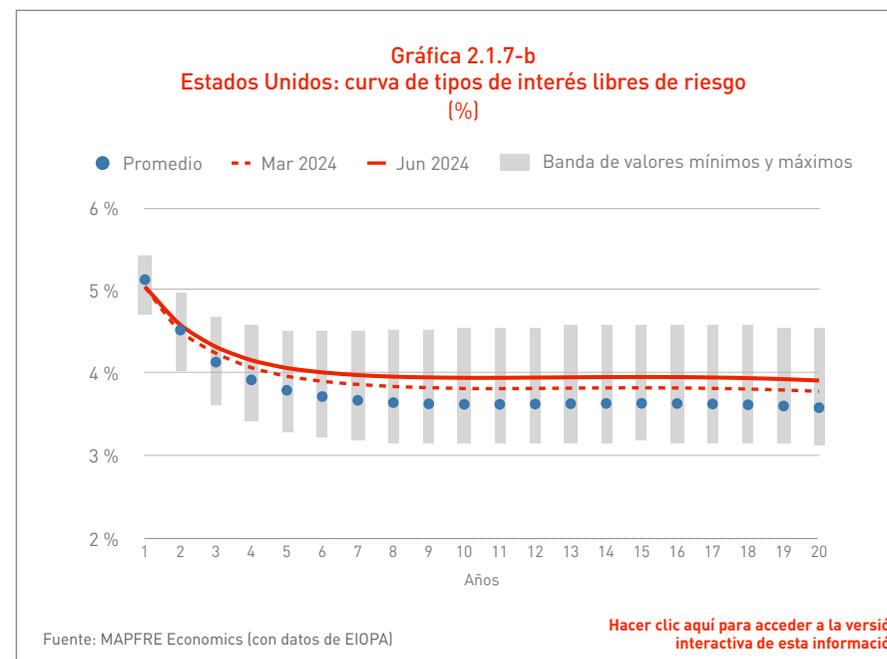


economía de los Estados Unidos dibuja un panorama de crecimiento para la actividad aseguradora, estimándose en un 4,9% en 2024 para el negocio de No Vida, desacelerándose ligeramente en el próximo año 2025 hasta el 4,3% (véase la Gráfica 2.1.7-a). Respecto a su rentabilidad se prevé que pueda mejorar, por el mejor comportamiento de la inflación, con la ayuda de la revisión de precios aplicada en las pólizas de seguros y de unos mayores ingresos financieros por el alto nivel de los tipos de interés.

En cuanto al entorno de tipos de interés, la Reserva Federal de los Estados Unidos mantuvo los tipos de interés de política monetaria en su reunión del mes de junio en un rango entre el 5,25% y el 5,5%. En la curva de tipos de interés libre de riesgo de mercado del mes de diciembre producida por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7-b), se observa una estabilización en los niveles de todos los tramos de la curva que sigue presentando una

pendiente negativa, más pronunciada en los primeros tramos en vencimientos hasta ocho años, reflejando la expectativa de que la Reserva Federal podría comenzar a reducir los tipos de interés progresivamente en los próximos trimestres si los datos de inflación continúan con su tendencia a la mejoría. Los tipos nominales siguen siendo superiores a la inflación, ofreciendo tipos de interés reales positivos, en todos, pero especialmente en los tramos más cortos de la curva.

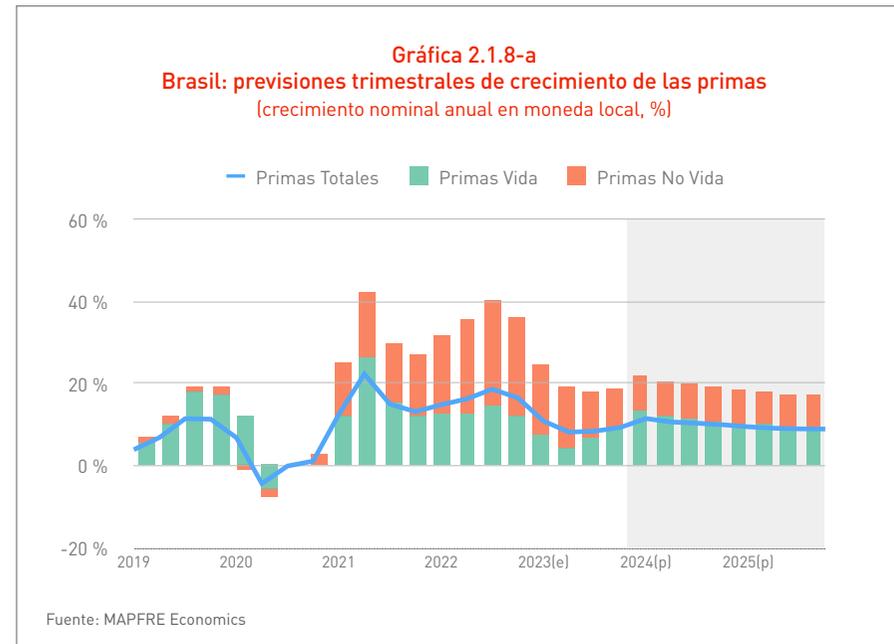
Este entorno continúa siendo favorable para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de duraciones cortas y revisión de tipos en cada renovación, ganando atractivo también productos con tipos garantizados de duraciones mayores, ante las expectativas de que la Reserva Federal pueda iniciar un ciclo de relajación



monetaria en los próximos trimestres. Por otro lado, el índice Nasdaq Composite continuó con su buen comportamiento en el primer semestre de 2024 con una revalorización del 19,2% (42,1% en 2023), tocando máximos históricos. El S&P500, por su parte, tuvo un comportamiento similar, aunque con un crecimiento menor que el Nasdaq del 15,1% en 2023 (23,8% en 2023), lo que puede favorecer el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales pueden beneficiarse también de los altos tipos de interés de la renta fija para aquellos tomadores de seguros con un perfil más conservador, teniendo en cuenta las expectativas de bajadas de tipos de interés y que los índices bursátiles se encuentran tocando máximos históricos. En este contexto, se estima que las primas de los seguros de Vida en los Estados Unidos podrían crecer el 5,3% y del 5,1% en 2024 y 2025, respectivamente (véase la referida Gráfica 2.1.7-a).

2.1.8 Brasil

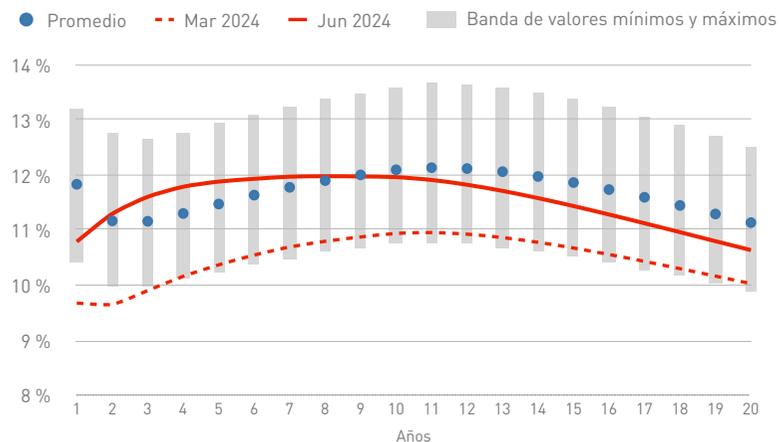
Las previsiones para la economía de Brasil apuntan hacia un entorno de desaceleración del PIB en 2024 hasta el 1,9% (2,9% en 2023), con unas condiciones de endeudamiento todavía endurecidas, a pesar del giro en la política monetaria del banco central brasileño hacia su relajación, mejorando las estimaciones en 2025 hasta el 2,2%. En cualquier caso, se trata de crecimientos económicos que seguirán favoreciendo la actividad aseguradora, para la que se prevé unos crecimientos respectivos en las primas de No Vida en 2024 del 8,4% (9,6% en 2023), y del 8,2% en 2025, significativamente por encima de las previsiones de inflación (véase la Gráfica 2.1.8-a). Por otro lado, los elevados ingresos financieros por altos niveles de los tipos de interés incidirán de forma positiva en su rentabilidad, aunque la inflación ha sufrido un ligero repunte tras las caídas hasta el mes abril (en el que marcó un mínimo del 3,69%), subiendo hasta el 3,93% y 4,23% en los meses de mayo y junio, respectivamente, lo que podría incidir en sentido contrario si la situación persiste.



En este contexto, el Banco Central de Brasil decidió mantener los tipos de interés de la política monetaria en el 10,5% en su reunión de junio, tras las siete bajadas de tipos consecutivas anteriores. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA correspondientes al cierre del mes de junio (véase la Gráfica 2.1.8-b) se observa una subida en todos los tramos de la curva de los tipos libres de riesgo de mercado, con una prima por plazo hasta nueve años de vencimiento e intereses reales positivos muy superiores a la inflación.

Este entorno económico y de tipos de interés continúan siendo un apoyo para el desarrollo de los productos de seguros de Vida ahorro (del tipo VGBL y PGBL) y rentas vitalicias, los cuales pueden seguir ofreciendo rentabilidades significativamente superiores a los últimos datos de inflación. En este contexto se estima que las primas de los seguros de

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



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA)

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

Vida podrían crecer un 11,0% en 2024 (9,2% en 2023); en 2025, el crecimiento previsto alcanzaría el 9,4% (véase la antes referida Gráfica 2.1.8-a).

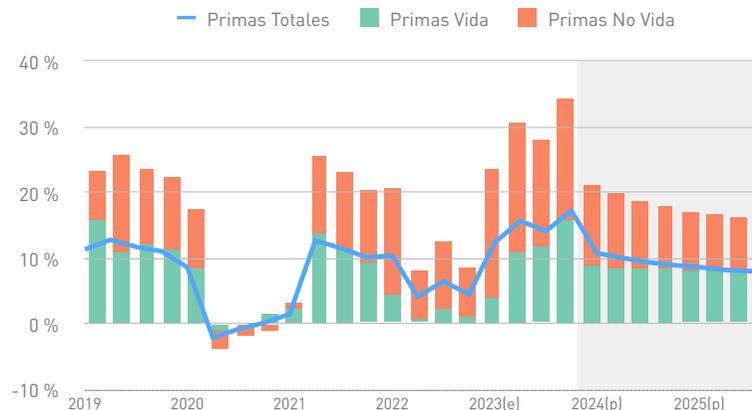
2.1.9 México

En México, se mantienen las previsiones de crecimiento económico en el 2,0% en 2024 (3,2% en 2023), y del 1,9% en 2025, con una tasa de inflación que ha repuntado en los últimos meses desde febrero (4,69% y 4,98% interanual en los meses de mayo y junio, respectivamente, y 5,61% en la primera quincena de julio), acercándose a la inflación media de 2023 del 5,5%, por encima del umbral superior del rango objetivo del banco central (entre el 2% y el 4%). No obstante, a pesar de la desaceleración

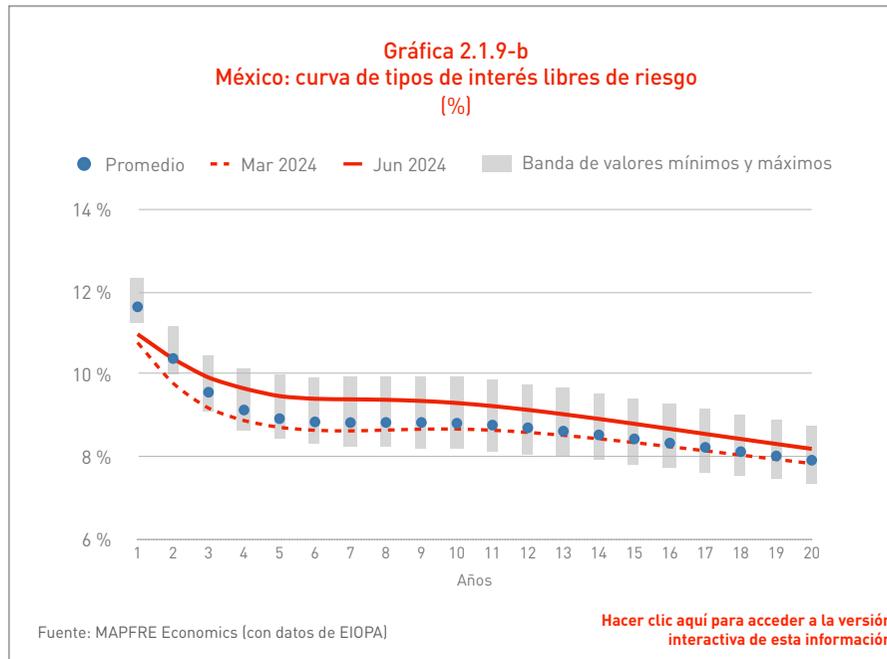
económica prevista, la economía mexicana está resistiendo el efecto del endurecimiento de las condiciones de financiación, por lo que el panorama para el sector asegurador sigue siendo positivo, con una previsión de crecimiento de las primas de No Vida del 9,6% en 2024 (12,9% en 2023), por encima de la inflación media prevista para este año del 4,4% (véase la Gráfica 2.1.9-a). Por otro lado, se prevé que los ingresos financieros derivados del entorno de altos tipos de interés incidirán de forma positiva en la rentabilidad del sector asegurador, aunque el último repunte de la inflación, de persistir, podría afectar en sentido contrario.

Respecto al entorno de tipos de interés para los seguros de Vida vinculados al ahorro, el Banco de México ha mantenido el tipo de interés de referencia de la política monetaria en el 11,0% desde el mes de junio, por segundo mes consecutivo desde la bajada de 25 pbs del mes de

Gráfica 2.1.9-a
México: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas
 (crecimiento nominal anual en moneda local, %)



Fuente: MAPFRE Economics



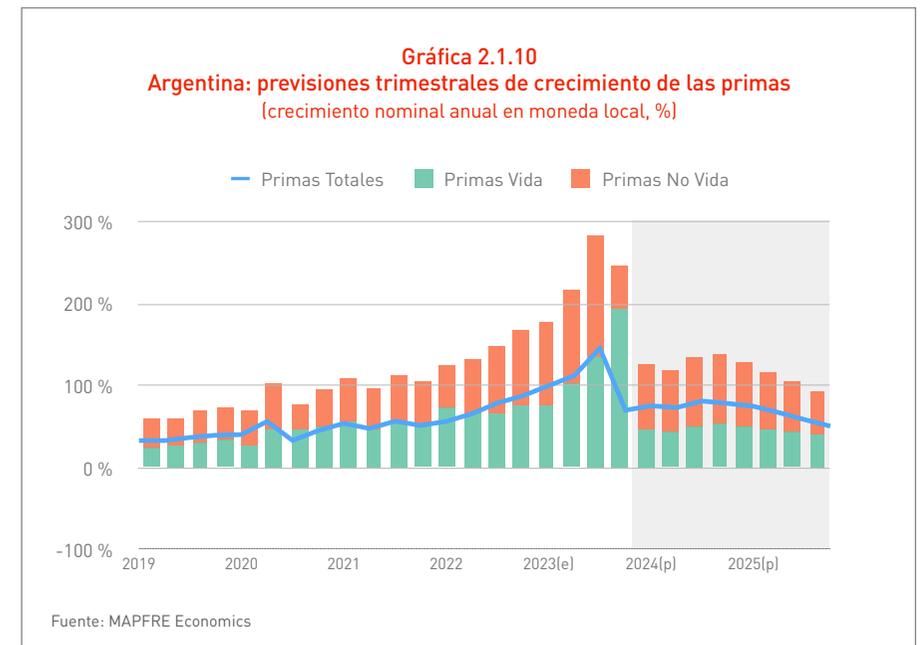
marzo. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9-b) se aprecia una ligera subida en todos sus tramos. La curva de tipos continúa invertida, en mayor medida en los tramos hasta cinco años, y los tipos de interés reales continúan en terreno claramente positivo. Por ello, los productos de seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias pueden seguir ofreciendo una remuneración superior a los últimos datos de inflación, especialmente en los tramos más cortos.

El entorno, por tanto, sigue siendo propicio para el lanzamiento al mercado de productos de ahorro con garantías de tipos a plazos más cortos y revisiones periódicas de los tipos garantizados y también, aunque en menor medida, para los productos con garantías de

duraciones mayores y las rentas vitalicias. En este contexto, se estima que las primas de los seguros de Vida en México podrían tener un crecimiento del 8,4% en 2024 (10,9% en 2023) y un 8,2% en 2025 (véase la referida Gráfica 2.1.9-a).

2.1.10 Argentina

Las previsiones para la economía argentina continúan dibujando un entorno recesivo para su economía, con una variación del PIB en 2024 que se anticipa en el entorno del -3,9% (-1,6% en 2023) y unas altas tasas de inflación que alcanzaron el 292,2% y 276,4% interanual en los meses de abril y mayo (frente a la inflación media anual en 2023 del 133,5%). Sin embargo, se prevé que la situación económica y la inflación mejoren en 2025, año en el que se espera un crecimiento del PIB del 1,5% y una

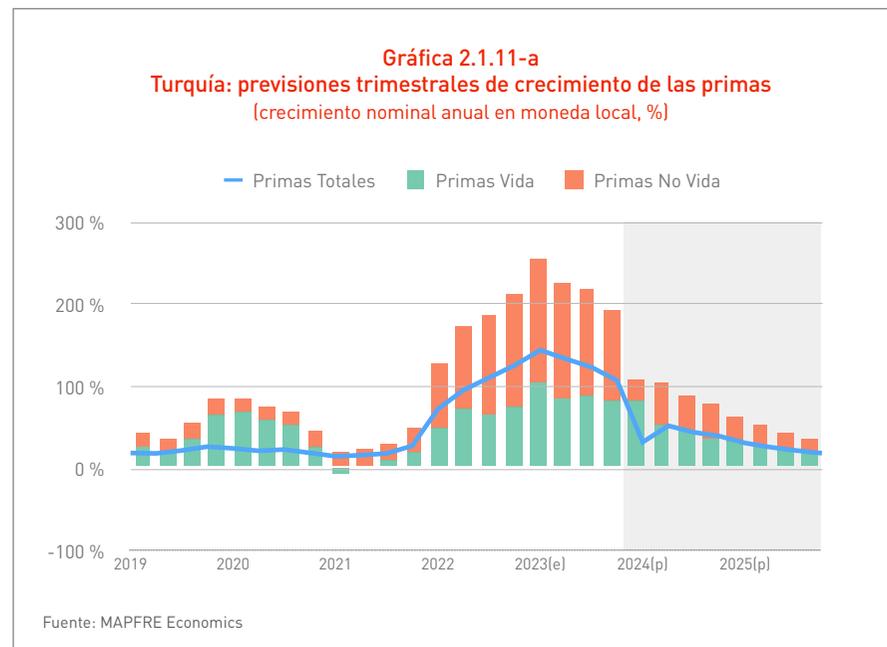


inflación anual promedio que podría situarse en torno a 105%. En este contexto, se prevé que el negocio de No Vida crecería un 259,4% en 2024, reduciendo su crecimiento en 2025 hasta el 113,9% en términos nominales, en línea con una inflación que se estima que irá a la baja (véase la Gráfica 2.1.10).

Por otro lado, el Banco Central de la República Argentina, que cambió su tipo de interés de referencia por el de sus operaciones con pacto de recompra a un día, con el fin de apoyar la demanda de bonos del Estado a más largo plazo (anteriormente era el tipo Leliqs de las subastas de letras de liquidez a cuatro semanas), ha bajado el nuevo tipo de referencia en seis ocasiones desde el mes de diciembre hasta dejarlo en el 40%. De momento, los tipos de interés reales siguen siendo negativos, complicando el panorama para los seguros de Vida vinculados al ahorro, que no pueden ofrecer rentabilidades que permitan compensar la elevada inflación. Así, el crecimiento nominal de las primas de Vida del sector asegurador en 2024 podría situarse en el entorno del 238,2%, y reducir su crecimiento en 2025 hasta el 104,6% (véase la antes referida Gráfica 2.1.10).

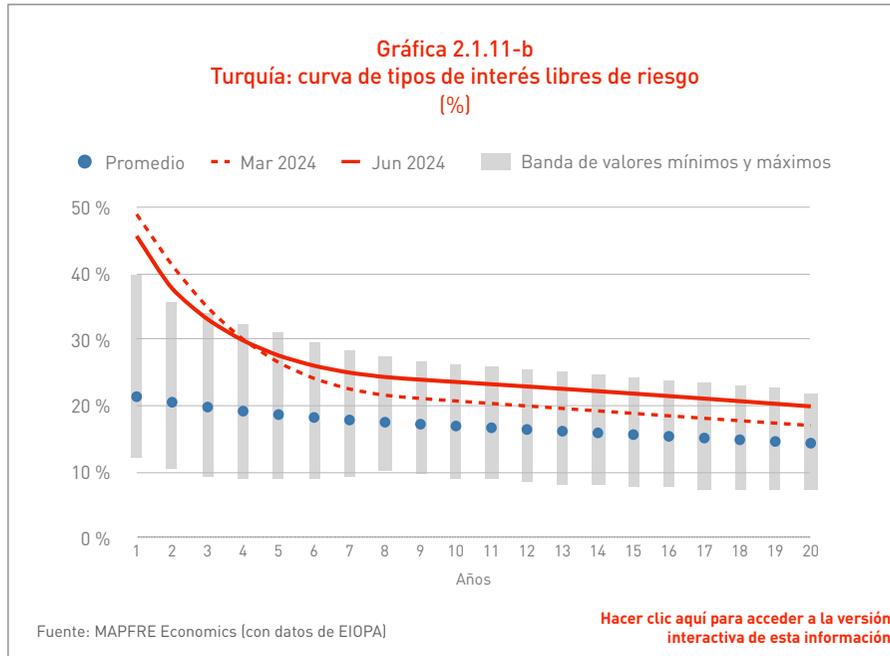
2.1.11 Turquía

En Turquía, mejoran las previsiones de crecimiento económico hasta el 3,1% en 2024, lo que supone una desaceleración económica menor de lo previsto (4,5% en 2023) y un crecimiento estimado en 2025 del 3,0%. La inflación, por su parte, ha continuado repuntando durante todo el primer semestre, a excepción de la lectura del mes de junio en el que retrocedió hasta el 71,6%, un alto nivel en cualquier caso frente a la inflación media en 2023 que fue del 53,9%. Ante este repunte, el banco central turco ha venido endureciendo su política monetaria desde el mes de marzo, llevando los tipos de interés de referencia hasta el 50,0% y dejándolos en ese nivel en sus reuniones de política monetaria posteriores hasta el mes de junio. Este entorno económico apunta a un crecimiento estimado del sector asegurador para el negocio de No Vida del 63,6% y 29,1%, en 2024 y



2025, respectivamente, lo que podría suponer un leve crecimiento en términos reales, considerando la previsión de inflación que seguirá plantando desafíos importantes en cuanto a su rentabilidad (véase la Gráfica 2.1.11-a).

Por otra parte, en cuanto al entorno para los productos de Vida vinculados al ahorro, en las curvas de EIOPA se observa una estabilización en los tipos de interés libres de riesgo, que siguen siendo insuficientes para llevar a los tipos de interés reales al territorio positivo y una pendiente que sigue siendo marcadamente negativa (véase la Gráfica 2.1.11-b). De esta forma, aunque está mejorando, el entorno de tipos de interés continúa siendo complejo para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro en el mercado turco, más adecuado para productos que ofrezcan intereses garantizados a plazo cortos y la revisión del tipo



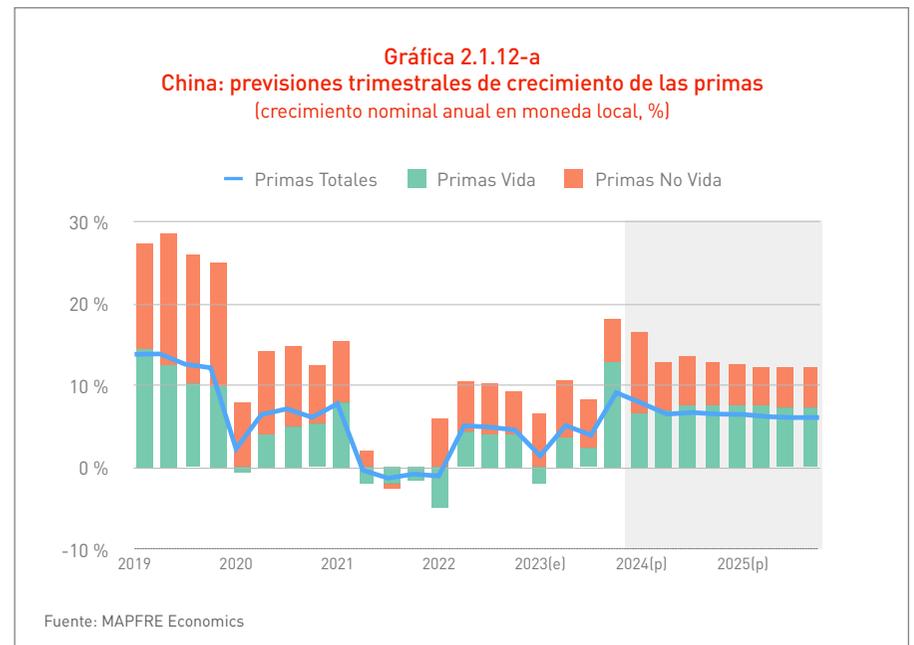
garantizado en cada vencimiento. En este contexto, teniendo en cuenta también el posible desarrollo de los seguros de Vida riesgo, se estima que las primas nominales de los seguros de Vida en Turquía puedan crecer en el entorno del 67,1% y del 30,7% en 2024 y 2025, respectivamente.

2.1.12 China

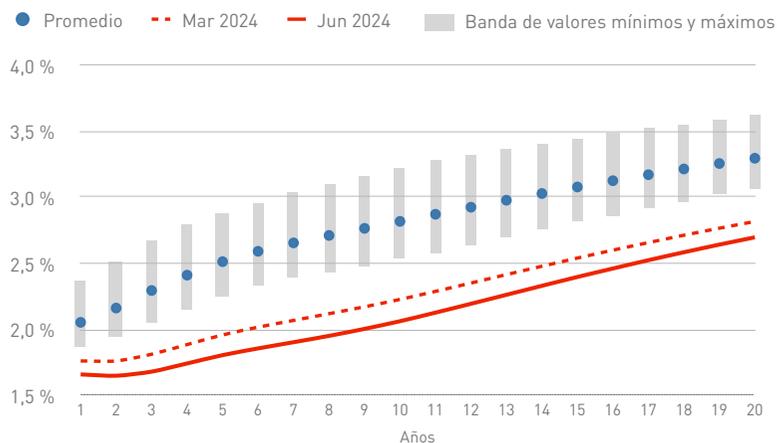
Se mantienen las previsiones que apuntan a una desaceleración de la economía de China en 2024, hasta el 4,6% (5,2% en 2023), que se trasladaría a 2025, con un crecimiento estimado del 4,1%. Se trata de crecimientos significativos, pero más débiles de los que venían siendo habituales para la economía de China, lo que ha llevado a su banco central a implementar una ligera rebaja de los tipos de interés en el mes de julio,

con el fin de estimularla. En cualquier caso, se trata de crecimientos económicos impulsados por un consumo interno que muestra resistencia, lo que sigue generando un entorno apropiado para el desarrollo del negocio asegurador estimándose un crecimiento en las primas de seguros de No Vida del 5,1% y del 4,9% en 2024 y 2025, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.12-a).

Por otro lado, la inflación en China ha salido del terreno negativo en el que se encontraba en los últimos meses del año previo y enero de 2024, pero continúa débil, con el 0,2% en el mes de junio, en la media observada en el año 2023. En este entorno, el banco central ha decidido reducir el tipo de interés de política monetaria hasta el 3,35% en su reunión de julio, lo que se suma a las medidas acomodaticias a través de inyecciones de liquidez a medio plazo que venía aplicando en los últimos trimestres. Así, en las



Gráfica 2.1.12-b
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](#)

curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12-b) se observa que los tipos de interés libres de riesgo de mercado en el mes de junio han vuelto a caer, alejándose aún más de los valores mínimos alcanzado en el año 2023, reflejando así las expectativas de medidas de apoyo mediante estímulos monetarios.

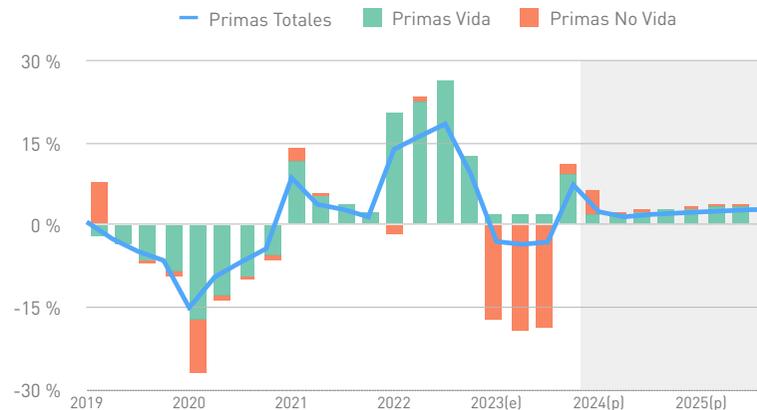
Los niveles de los tipos a largo plazo continúan significativamente por encima de los tipos a corto plazo, ofreciendo una prima por plazo positiva y una rentabilidad superior a las tasas de inflación, lo que continúa siendo un entorno adecuado para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, si bien el entorno de ralentización económica y menores niveles en los tipos de interés podrían desacelerar este negocio, esperando un crecimiento de las primas de seguros de

Vida del 7,7% en 2024 (12,8% en 2023) y del 7,1% en 2025 (véase la referida Gráfica 2.1.13-a).

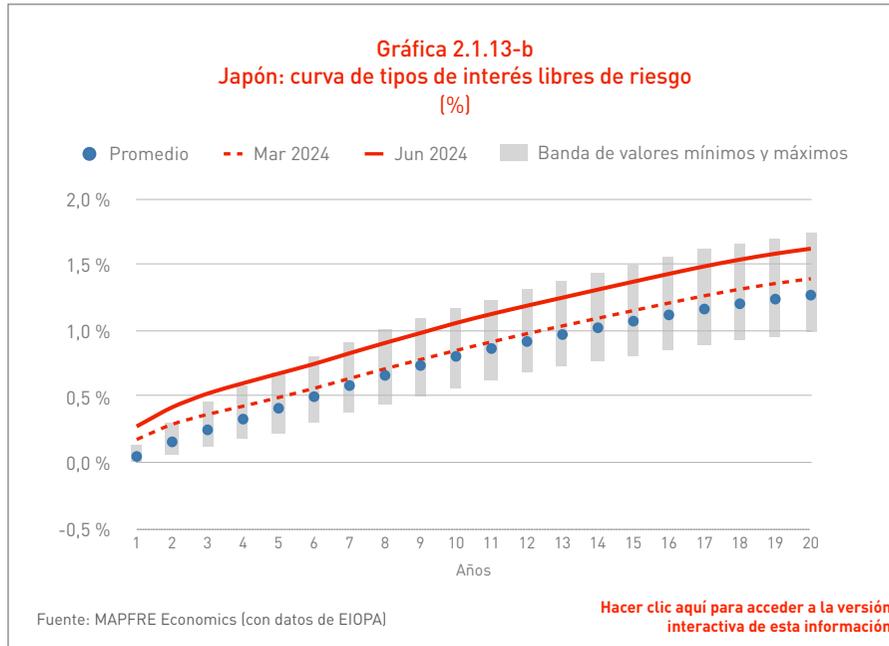
2.1.13 Japón

Se reducen las expectativas de crecimiento económico para Japón en 2024, las cuales anticipan una desaceleración hasta el 0,4% (1,8% en 2023), situación que mejoraría en 2025 con una previsión de crecimiento económico que se mantiene en el 1,1%. La inflación, que parecía que empezaba a moderarse, ha vuelto a repuntar hasta el 2,8% en el mes de junio, una tasa alta para la economía japonesa, frente a la inflación media de 2023 que fue del 3,3%. En este entorno de desaceleración económica, se prevé igualmente menor dinamismo del crecimiento de las primas del negocio asegurador de No Vida para 2024 del 0,3% (2,0% en 2023), y un

Gráfica 2.1.13-a
Japón: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas
 (crecimiento nominal anual en moneda local, %)



Fuente: MAPFRE Economics



crecimiento algo mayor en 2025 del 0,5% (véase la Gráfica 2.1.13-a). Por su parte, la rentabilidad de las entidades aseguradoras puede resentirse ante el nuevo repunte de la inflación, si bien se espera que en los próximos dos años este indicador continúe su tendencia hacia una cierta mejoría.

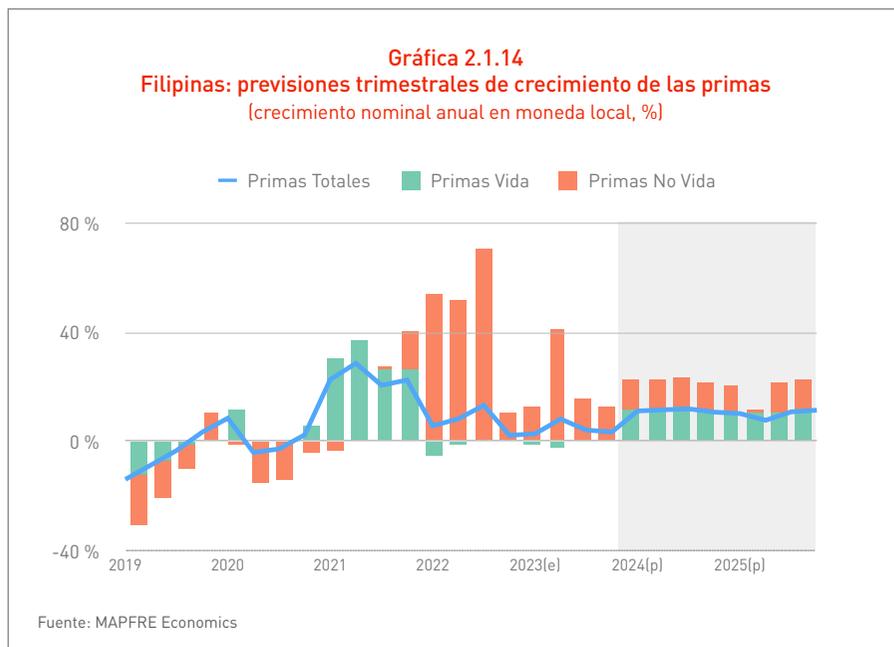
En cuanto al entorno de tipos de interés para el segmento de los seguros de Vida, el Banco de Japón, ante el repunte de la inflación, decidió en el mes de marzo implementar la primera subida de tipos de interés desde el año 2007, elevando los tipos de interés a corto plazo entre el 0% y 0,1% (desde el -0,1%) y terminar con el control del rendimiento del bono soberano a diez años. Desde entonces, y hasta su última reunión del mes de junio, los ha mantenido sin cambios. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA al cierre del mes de junio de 2024

(véase la Gráfica 2.1.13-b), se observa una subida en todos los tramos de la curva de mercado, con valores positivos en todos sus tramos. La curva de tipos de interés permite ofrecer una prima por plazo positiva, lo cual presenta un entorno adecuado para el desarrollo de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias, si bien, las perspectivas de desaceleración económica y el alto crecimiento en esta actividad del año previo (efecto base) anticipan que las primas de los seguros de Vida podrían desacelerarse hasta el 2,8% en 2024 (9,1% en 2023), incrementando su crecimiento en 2025 hasta el 3,5% en línea con el mayor crecimiento económico (véase la referida Gráfica 2.1.13-a).

2.1.14 Filipinas

Continúan las buenas perspectivas de crecimiento económico para Filipinas, manteniendo las previsiones en el 5,6% en 2024 (5,5% en 2023), y del 6,3% en 2025. Por su parte, la inflación se situó en el 3,9% y 3,7% en los meses de mayo y junio de 2024, respectivamente, inferiores a la media de 2023 del 6,0%, por lo que el panorama de crecimiento y rentabilidad del sector asegurador sigue siendo propicio, con una estimación de crecimiento en la actividad de No Vida del 10,1% en 2024 (12,9% en 2023) y del 10,9% en 2025 (véase la Gráfica 2.1.14).

En cuanto al entorno de tipos de interés para el negocio de Vida vinculado al ahorro, el Banco Central de Filipinas, que viene aplicando una política monetaria restrictiva en su lucha contra la inflación, en su reunión del mes de junio decidió mantener el tipo de referencia en el 6,5%. La rentabilidad del bono soberano a dos años se mantiene en niveles cercanos al 6,0% y la rentabilidad del bono a diez años, que venía repuntado en los últimos meses, también bajó ligeramente al entorno del 6,3% con lo que el entorno de tipos de interés sigue siendo apropiado para la comercialización de los productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, con tipos de interés reales en terreno positivo, una curva de tipos con pendiente positiva y unos niveles altos en un entorno de inflación que se ha estabilizado, tras una mejoría sustancial previa. En este



contexto, en el que se puede ofrecer una rentabilidad garantizada por encima de los últimos datos de inflación, se estima que las primas de los seguros de Vida podrían experimentar un crecimiento del 10,9% y del 11,6% en 2024 y 2025, respectivamente.

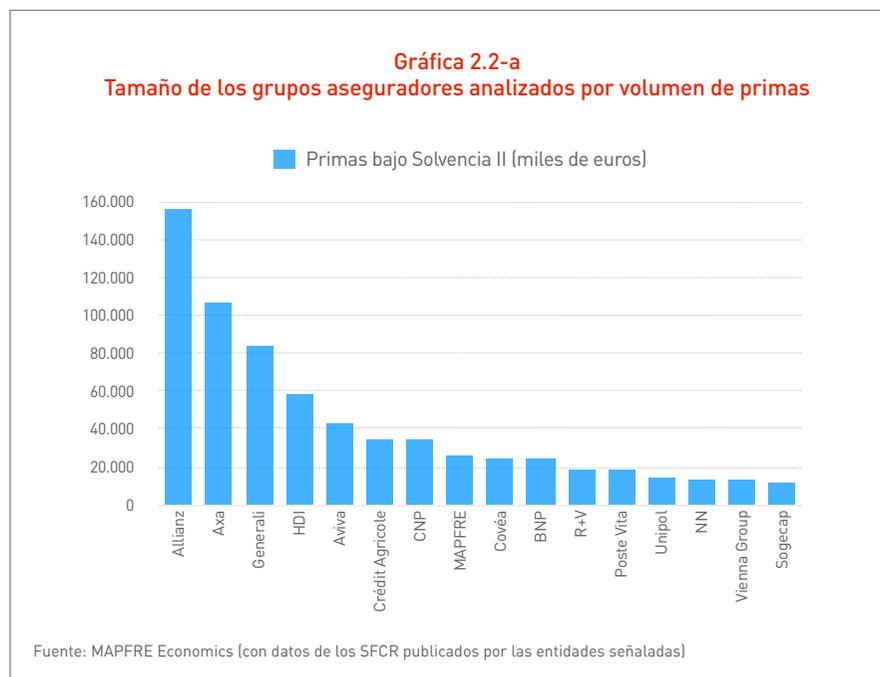
2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

El SFCR de los principales grupos aseguradores de la Unión Europea

Durante el segundo trimestre de 2024, 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 2023. Se trata del octavo de estos informes desde la entrada en vigor del marco de regulación de solvencia basado en riesgos (Solvencia II) en la UE. En este sentido, con base en esta información⁶ se ha seleccionado una muestra de 16 de los principales grupos aseguradores europeos para efectos del análisis, cuyo detalle y tamaño, medido en función del volumen de primas se muestra en la Gráfica 2.2-a.

Cabe recordar que, de manera previa a 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. No obstante, uno de los principales cambios que fueron



introducidos por este nuevo régimen de regulación de solvencia consistió en el cálculo de un capital de solvencia obligatorio a nivel de grupo asegurador (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. Además del cálculo del SCR de grupo, se articuló 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 propio grupo, o bien la existencia de riesgos adicionales que no resultasen visibles con el control a nivel individual.

El nuevo marco regulatorio, basado en tres pilares, 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. Dentro del esquema, 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 y que, por lo tanto, puede diferir del perímetro de consolidación contable. El Pilar 2, por su parte, busca mantener una adecuada gobernanza y supervisión de los grupos aseguradores, como un elemento adicional que apunte su desempeño y posición de solvencia. Y, por último, 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 aseguradores tienen la obligación de 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. A través de esta obligación de transparencia, Solvencia II 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, estén en condiciones de 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.

En un análisis del entorno macroeconómico y financiero, el cual tiene la capacidad de afectar la solvencia de las entidades aseguradoras, en 2023 este fue más favorable que el año previo, ayudando a mejorar los ratios de solvencia, principalmente de las entidades aseguradoras que operan en el ramo de Vida, a través de un entorno que permitió una más adecuada gestión de activos y pasivos (ALM). Los tipos de interés libres de riesgo siguieron repuntando hasta el mes de octubre de 2023 y, a partir de entonces, se mantuvieron sin cambios, lo que supuso un punto de inflexión en la política monetaria aplicada desde entonces tanto por el Banco Central Europeo (BCE) como por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Esta situación llevó a que la curva de tipos empezara a relajarse en todos sus vencimientos, desde los máximos alcanzados a principios del último trimestre del año, aliviando parcialmente la presión a la baja en las valoraciones de la renta fija vivida desde mediados del año previo. No obstante, ello vino a incrementar la valoración de las provisiones técnicas, que se habían visto favorecidas hasta entonces por el aumento sostenido de los tipos de interés libres de riesgo desde mediados de 2022. La renta variable, por su parte, tuvo un excelente comportamiento durante el año 2023.

Sin embargo, la incertidumbre económica permaneció elevada a pesar del descenso de la inflación, especialmente por el efecto de conflictos geopolíticos que se mantienen abiertos, como la guerra en Ucrania y, desde el mes de octubre de 2023, en Israel. Este entorno motivó que los ajustes de volatilidad para el cálculo de las provisiones técnicas por las carteras de inversiones en las principales divisas permanecieran en niveles relativamente altos, tras el repunte vivido en el año previo. En lo que va de 2024, como se ilustra en la Gráfica 2.2-b, estos ajustes se han ido relajando paulatinamente.

Gráfica 2.2-b
Principales divisas: evolución del ajuste por volatilidad, 2017-2024



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de EIOPA, BCE y Reserva Federal)

De esta forma, conforme a su diseño regulatorio, los ajustes de volatilidad en 2023 actuaron compensando parcialmente el efecto negativo que los repuntes de volatilidad provocan en la posición de solvencia de las entidades aseguradoras y sus grupos, teniendo en cuenta su naturaleza de inversores institucionales a medio y largo plazo. Ello pone de relieve la importancia de este mecanismo introducido en la normativa de Solvencia II, y que la reforma aprobada por el Consejo y el Parlamento Europeos vendrá a reforzar una vez se produzca su entrada en vigor (prevista hacia finales de 2026).

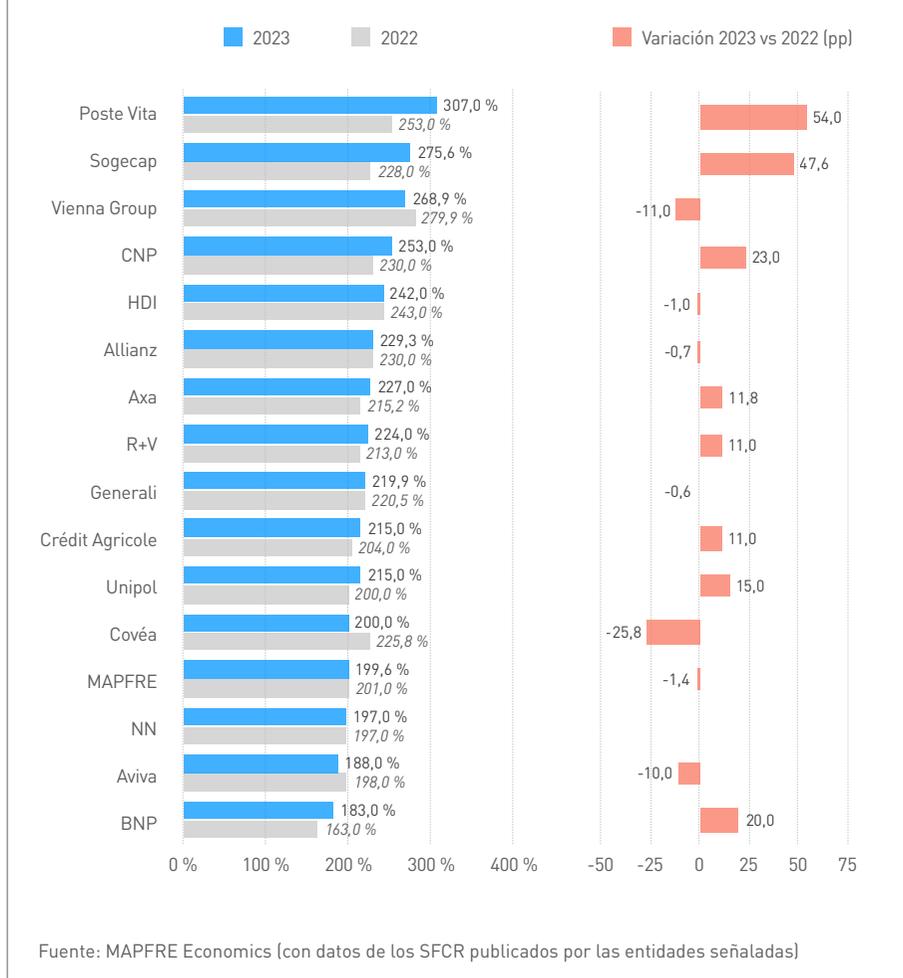
Ratios de solvencia

Los ratios de solvencia correspondientes al ejercicio 2023 publicados por los principales grupos aseguradores de la UE, así como su comparativa

respecto a los del año previo se presentan en la Gráfica 2.2-c. Conforme a estos datos, Poste Vita mejora su ratio de solvencia en 54 puntos porcentuales (pp) en 2023, hasta el 307%, manteniendo la primera posición en el ranking que ocupaba desde el año anterior⁷. Por su parte, Sogecap ha visto mejorar su ratio de solvencia en 47,6 pp respecto al año previo y pasa a ocupar la segunda posición, por encima de HDI que, en 2023, ha empeorado ligeramente su ratio de solvencia (-1 pp), pasando a ocupar la quinta posición. En términos generales, de los grupos aseguradores que integran la muestra analizada, ocho de ellos experimentaron mejoras sustanciales en su ratio de solvencia respecto del año previo, en tanto que el resto presentó solo ligeros retrocesos, a excepción de los grupos Covéa (-25,8 pp), Vienna Group, VIG (-11 pp) y Aviva (-10 pp).

La Tabla 2.2-a complementa el análisis, presentando la información de las principales cifras financieras y de solvencia correspondientes al ejercicio 2023, declaradas por los grupos aseguradores analizados en sus respectivos reportes de SFCR. Conforme a estos datos, 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 682,1 millardos de euros (646,6 millardos de euros en 2022), en tanto que las provisiones técnicas se situaron en 3,4 billones de euros (frente a 3,2 billones de euros en 2022). En el aumento en la valoración de las provisiones técnicas del conjunto de grupos analizados (5,5%), ha influido el punto de inflexión en la política monetaria aplicada desde el mes de octubre de 2023 por el BCE, que llevó a que la curva de los tipos de interés libres de riesgo de mercado comenzase a relajarse en todos sus vencimientos desde los máximos alcanzados a principios del último trimestre del año. Esta situación ha influido en la valoración de las provisiones técnicas a efectos de solvencia, las cuales han aumentado, al descontar los flujos de los pasivos proyectados con unos tipos de descuento ligeramente inferiores, dependiendo, en cada caso, de la duración de las obligaciones de seguros particular de cada grupo.

Gráfica 2.2-c
Ratios de solvencia, 2022-2023



A pesar del efecto negativo de las subidas de tipos de interés en la valoración de las provisiones técnicas, estas tuvieron un impacto positivo en la valoración de las carteras de inversión de los grupos aseguradores analizados, con un efecto neto positivo de ambos factores sobre los fondos propios de los grupos analizados a nivel agregado. Así, junto con otros posibles factores que pudieron haber afectado el nivel de solvencia de cada grupo en lo particular (en función de sus circunstancias y perfil de riesgo), los fondos propios agregados totales de la muestra se situaron en 454,8 millardos de euros (435,3 millardos de euros en 2022), en tanto que el SCR agregado sumó 203,1 millardos de euros (199,0 millardos de euros en 2022). Lo anterior dio como resultado una mejora del ratio de solvencia agregado de la muestra, el cual se situó en el 223,9% (frente al 218,7% de 2022), mejorando la situación respecto al año previo y superando en más de dos veces los requerimientos mínimos de capital exigidos por la normativa.

Métodos de cálculo del SCR

En la Tabla 2.2-b, se presenta la información relativa al método empleado por los grupos aseguradores considerados en este informe para efectos del cálculo del SCR en 2023. Como se desprende de esta información, de los 16 grupos analizados, 7 de ellos (CNP, Crédit Agricole, BNP, Sogecap, Poste Vita, Covéa y R+V) emplearon la fórmula estándar para el cálculo de su requerimiento de capital. Por su parte, los 9 grupos aseguradores restantes (Allianz, Axa, Generali, Aviva, HDI, Vienna Group, MAPFRE, Nationale Nederlanden y Unipol) utilizaron diferentes modalidades de modelos internos (para riesgos de mercado, crédito, de suscripción, operacional y para otros riesgos).

Debe señalarse que, 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, con la excepción de HDI que declara emplear un modelo interno completo. De

Tabla 2.2-a
Principales cifras financieras y de solvencia*, 2023
(millones de euros)

	Primas	Provisiones técnicas	Fondos propios admisibles	SCR requerido	Ratio de solvencia
Allianz	155.939	588.006	99.724	43.485	229,3 %
Axa	105.967	456.609	57.444	25.282	227,2 %
Generali	83.947	370.513	49.041	22.304	219,9 %
HDI	58.271	123.836	28.712	11.849	242,3 %
Aviva	43.156	306.651	21.714	11.548	188,0 %
Crédit Agricole	34.871	311.338	28.307	13.193	214,6 %
CNP	33.912	339.130	38.149	15.061	253,3 %
MAPFRE	26.085	29.250	9.340	4.680	199,6 %
Covéa	24.755	86.058	28.862	14.396	200,5 %
BNP	24.450	205.305	14.900	8.122	183,5 %
R+V	19.201	93.303	17.642	7.871	224,1 %
Poste Vita	18.577	145.742	14.099	4.592	307,1 %
Unipol	15.139	59.443	10.064	4.688	214,7 %
Nationale Nederlanden	13.662	138.042	17.691	8.990	196,8 %
Vienna Group	12.671	31.777	10.345	3.847	268,9 %
Sogecap	11.461	110.405	8.772	3.183	275,6 %
Total	682.063	3.395.407	454.805	203.091	223,9 %

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

*Tomadas de las cifras de las plantillas de primas, siniestralidad y gastos.

Tabla 2.2-b
Métodos de cálculo del SCR, 2023

	Fórmula estándar	Modelos Internos Parciales				
		Mercado	Crédito	Suscripción	Operacional	Otros
Allianz	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Axa	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Generali	✓	✓	✓	✓	✓	
Aviva	✓	✓	✓	✓	✓	✓
HDI		✓	✓	✓	✓	✓
Crédit Agricole	✓					
CNP	✓					
BNP	✓					
Vienna Group	✓	✓		✓		
MAPFRE	✓			✓		
R+V	✓					
Covéa	✓					
Sogecap	✓					
Nationale Nederlanden	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Unipol	✓	✓	✓	✓		
Poste Vita	✓					

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

Tabla 2.2-c
Calidad de los fondos propios admisibles, 2023

	Fondos propios admisibles	Tier 1		Tier 1r		Tier 2		Tier 3	
		miles de euros	(%)	miles de euros	(%)	miles de euros	(%)	miles de euros	(%)
Allianz	99.724.143	81.912.697	82,1 %	5.758.486	5,8 %	10.434.091	10,5 %	1.618.869	1,6 %
Axa	57.443.727	40.997.183	71,4 %	5.515.654	9,6 %	10.149.825	17,7 %	781.054	1,4 %
Generali	49.040.903	40.593.134	82,8 %	1.404.447	2,9 %	6.832.004	13,9 %	211.318	0,4 %
CNP	38.149.048	30.919.467	81,0 %	2.629.538	6,9 %	4.302.009	11,3 %	298.034	0,8 %
Covéa	28.862.400	28.014.085	97,1 %	166.384	0,6 %	438.201	1,5 %	243.730	0,8 %
HDI	28.711.561	25.193.284	87,7 %	352.458	1,2 %	2.911.926	10,1 %	253.893	0,9 %
Crédit Agricole	28.307.488	22.610.434	79,9 %	1.245.386	4,4 %	4.446.610	15,7 %	5.058	0,0 %
Aviva	21.713.793	15.202.651	70,0 %	1.091.211	5,0 %	5.220.799	24,0 %	199.132	0,9 %
Nationale Nederlanden	17.690.611	12.416.958	70,2 %	1.413.786	8,0 %	2.715.574	15,4 %	1.144.293	6,5 %
R+V	17.642.235	17.091.300	96,9 %	533	0,0 %	550.403	3,1 %	-	-
BNP	14.899.547	9.596.409	64,4 %	1.443.101	9,7 %	2.798.774	18,8 %	1.061.263	7,1 %
Poste Vita	14.098.823	11.314.423	80,3 %	765.326	5,4 %	2.019.074	14,3 %	-	-
Vienna Group	10.344.756	8.720.653	84,3 %	373.626	3,6 %	1.142.782	11,0 %	107.696	1,0 %
Unipol	10.064.028	8.517.011	84,6 %	1.082.624	10,8 %	440.428	4,4 %	23.965	0,2 %
MAPFRE	9.340.280	7.699.510	82,4 %	-	-	1.067.750	11,4 %	573.020	6,1 %
Sogecap	8.771.958	6.499.075	74,1 %	820.063	9,3 %	1.452.819	16,6 %	-	-
Total	454.805.301	367.298.274	80,8 %	24.062.624	5,3 %	56.923.069	12,5 %	6.521.325	1,4 %

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

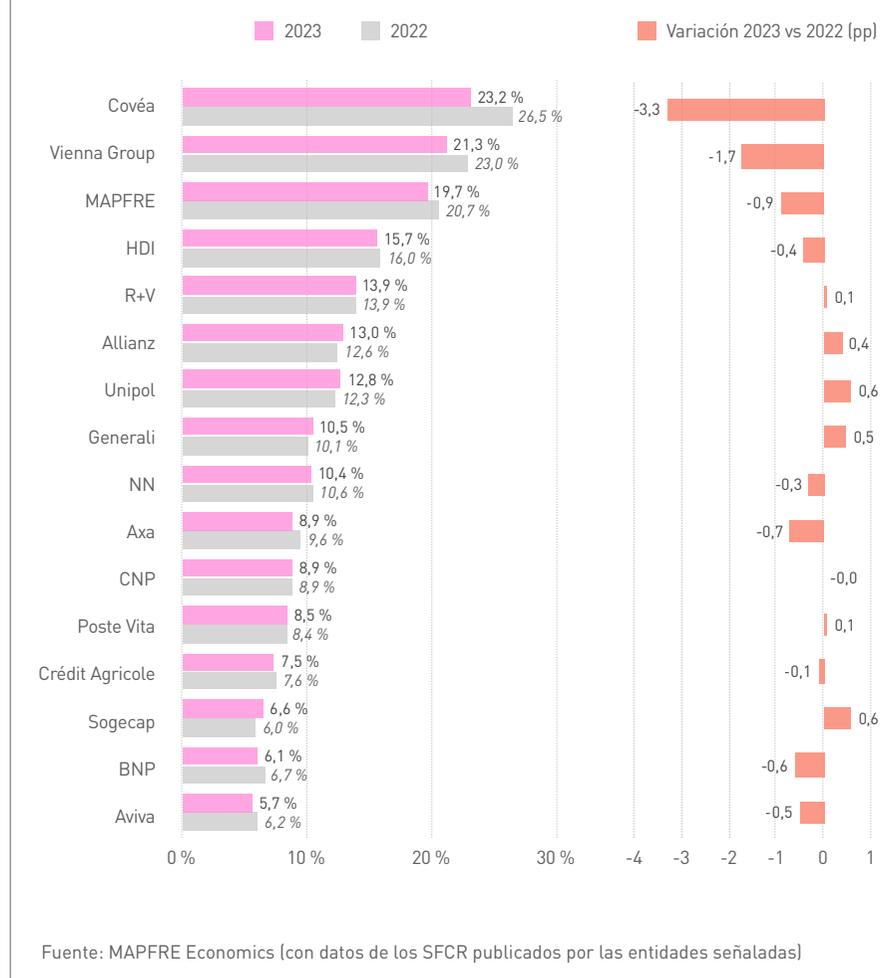
igual forma, puede señalarse que la mayor parte de los modelos internos que se emplean se concentran en los riesgos financieros (de mercado y de crédito) y de suscripción, y cuatro de ellos declaran utilizar el ajuste de volatilidad dinámico en sus respectivos modelos (Axa, Allianz, HDI y Aviva).

Fondos propios admisibles

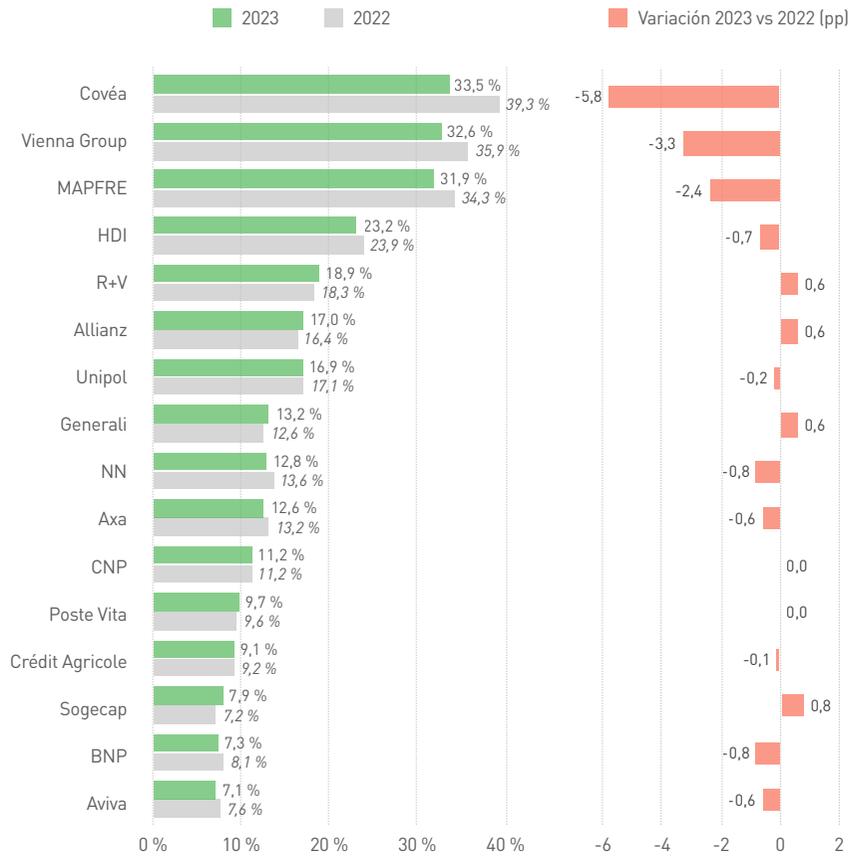
La información respecto a la calidad de los fondos propios admisibles de los que dispusieron los diferentes grupos aseguradores considerados en este análisis para cubrir sus requerimientos de capital se presenta en la Tabla 2.2-c. Como se desprende de esta información, a nivel agregado, el 86,1% de los fondos propios admisibles eran de máxima calidad o Tier 1, en tanto que el 12,5% se catalogó como Tier 2, y el 1,4% restante correspondía al nivel Tier 3. Cabe destacar que apenas se registran variaciones respecto a la estructura de calidad observada el año anterior. Por otra parte, desde el punto de vista de este análisis, destacan los grupos Covéa y R+V, para los cuales los fondos propios admisibles de máxima calidad (Tier 1) eran del 97,7% y 96,9%, respectivamente, los más altos de la muestra considerada.

A fin de complementar esta información, las Gráficas 2.2-d, 2.2-e y 2.2-f presentan una comparativa del importe de los fondos propios admisibles de los distintos grupos aseguradores incluidos en el análisis, en relación con algunas magnitudes relevantes del balance y del negocio, como son el total de activos, las provisiones técnicas y el volumen de primas, así como las variaciones registradas en esas referencias relativas con respecto a 2022. Con relación a la comparación entre fondos propios y activos (Gráfica 2.2-d), destacan los casos de Covéa, Vienna Group y MAPFRE, con una proporción del 23,2%, 21,3% y 19,7%, respectivamente. Por lo que toca a la relación entre los fondos propios y las provisiones técnicas (Gráfica 2.2-e), las primeras tres posiciones son ocupadas también por Covéa, Vienna Group y MAPFRE, con una proporción del 33,5%, 32,6% y 31,9%, en cada caso. Finalmente, en la relación entre fondos propios y primas (Gráfica 2.2-f), destacan Nationale Nederlanden, CNP y Covéa, las cuales presentan coeficientes del 129,5%, 112,5% y 107,9%, respectivamente.

Gráfica 2.2-d
Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2023 y variación vs 2022

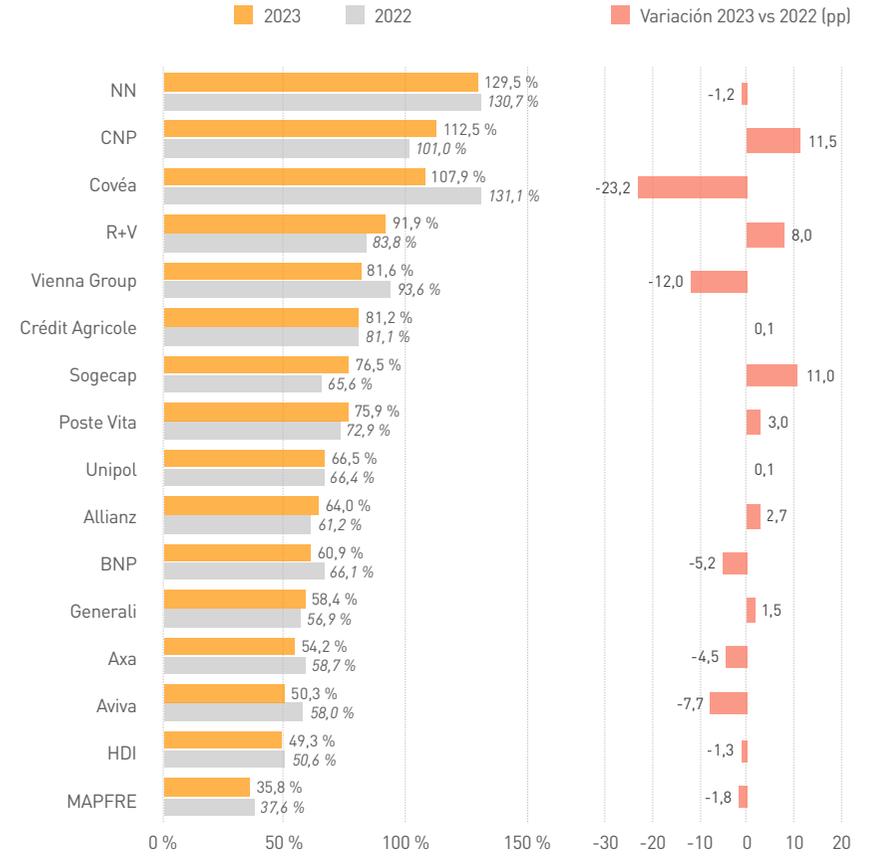


Gráfica 2.2-e
Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2023 y variación vs 2022



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

Gráfica 2.2-f
Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2023 y variación vs 2022



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

Medidas transitorias y de ajuste

Un aspecto importante en el análisis de los ratios de solvencia de los grupos aseguradores considerados en esta muestra, es el relacionado con el efecto derivado de las medidas transitorias y de ajuste que fueron introducidas por Solvencia II, a fin de aliviar el potencial perjuicio para el negocio derivado de la existencia de carteras de productos con garantías a largo plazo. Cabe recordar que este grupo de medidas establecieron un régimen transitorio, el cual considera la naturaleza de inversores institucionales a largo plazo que tienen las entidades aseguradoras y sus grupos, lo que les permite hacer frente a volatilidades de los mercados financieros, con incrementos de los *spreads* de mercado, sin necesidad de realizar ventas forzadas (ajuste por volatilidad) y la adecuada gestión de riesgos activos-pasivos (ajuste por casamiento).

Las referidas medidas transitorias fueron, 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 ocho años)⁸. Dicho régimen transitorio está permitiendo una transición suave hacia los requisitos del nuevo sistema regulatorio, para los grupos aseguradores que hacen uso de este. En este sentido, en 2023, los grupos aseguradores Allianz, Aviva, Generali, R+V, HDI y Vienna Group aplicaron esta medida transitoria en el cálculo de su ratio de solvencia de grupo⁹. En segundo lugar, está 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, está 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.

Las antes referidas medidas transitorias y de ajuste tienen un diferente efecto sobre el nivel de los fondos propios admisibles y el SCR y, en consecuencia, 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 publicación del SFCR respectivo, y se presentan en las Tablas 2.2-d y 2.2-e. Asimismo, dichos impactos se ilustran, junto con su variación respecto a 2022, en las Gráficas 2.2-g y 2.2-h.

Peso relativo de los componentes del SCR

Finalmente, en las Gráficas 2.2.i y 2.2.j se ilustran la composición agregada de los distintos módulos y demás componentes del SCR en 2023 para los grupos aseguradores analizados. Estas gráficas distinguen entre aquellos que calculan el SCR a partir del empleo básicamente de la fórmula estándar (Gráfica 2.2-i) y los que utilizan diferentes modalidades de modelos internos para ese propósito (Gráfica 2.2-j). Para el caso de los grupos aseguradores que calculan el SCR empleando la fórmula estándar (Gráfica 2.5-a), se observa que, entre 2022 y 2023, se registró una reducción en el peso relativo del módulo de riesgo de suscripción (-1,1 pp) y un aumento correlativo de los módulos de riesgo de mercado (+0,8 pp) y, del riesgo de crédito (+0,3 pp). Asimismo, para este subconjunto de grupos aseguradores, se registra un menor efecto positivo de la diversificación (-0,6 pp) con relación al observado el año previo. Por último, respecto a 2022, se observa una ligera mejora en el beneficio relativo derivado de los ajustes por la capacidad de absorción de pérdidas de las provisiones técnicas e impuestos diferidos, que representaron una reducción del 61,8% del BSCR agregado (+1,4 pp)¹⁰.

Tabla 2.2-d
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste
sobre los fondos propios, 2023
(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	99.724.143	-10.166.023	939.569	
Axa	57.443.727		-1.466.167	
Generali	49.040.903	-82.745	-1.221.023	
CNP	38.149.048		-513.720	
Covéa	28.862.400		-231.928	
HDI	28.711.561	-2.898.104	-231.108	
Crédit Agricole	28.307.488		-427.380	
Aviva	21.713.793	-1.261.975	-156.020	-6.842.097
NN	17.690.611		-1.507.945	
R+V	17.642.235	-4.170.313	26.964	
BNP	14.899.547		-289.950	
Poste Vita	14.098.823		-393.674	
Vienna Group	10.344.756	-974.453	-168.004	
Unipol	10.064.028		-180.286	
MAPFRE	9.340.280		-42.840	-233.860
Sogecap	8.771.958		-309.393	

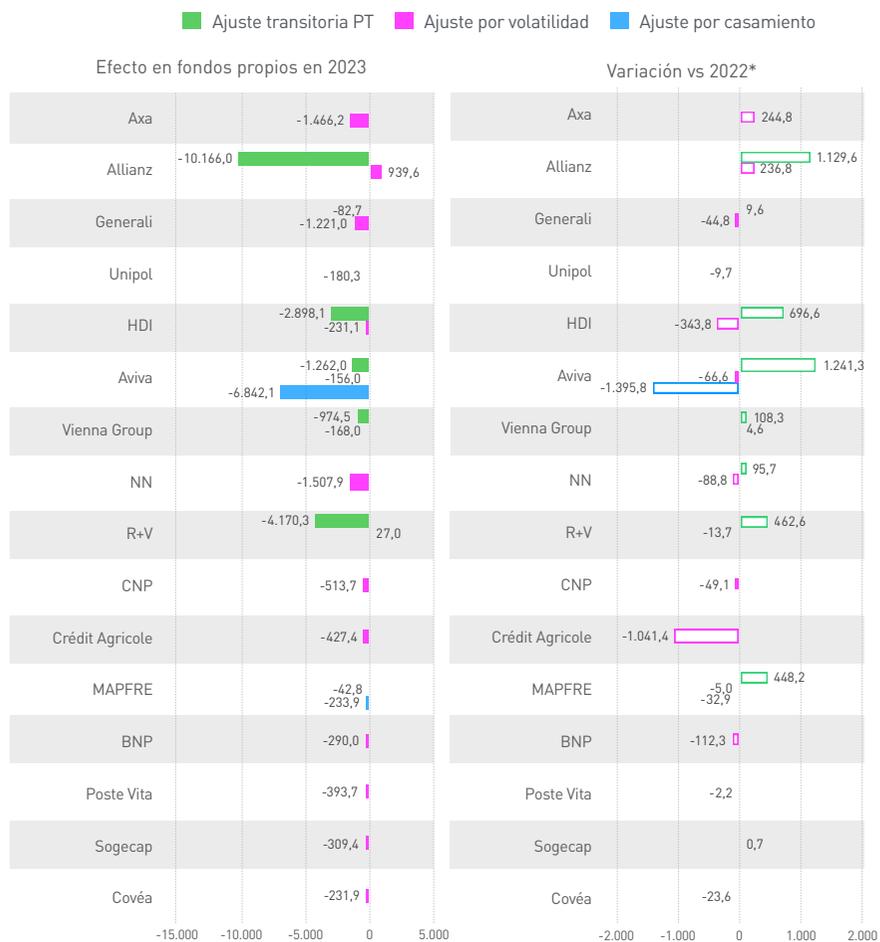
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Tabla 2.2-e
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste
sobre el SCR, 2023
(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	43.484.650		3.469.786	
Axa	25.281.733		3.792.898	
Generali	22.304.467	21.906	5.861.301	
CNP	15.060.535		341.720	
Covéa	14.396.172		101.882	
Crédit Agricole	13.193.455		162.672	
HDI	11.849.365	176.929	1.510.082	
Aviva	11.547.728	274.140	186.321	6.273.754
NN	8.990.444		7.554.595	
BNP	8.121.777		-234.586	
R+V	7.871.302	137.973	27.662	
Unipol	4.687.566		56.330	
MAPFRE	4.680.090		-1.170	-33.840
Poste Vita	4.591.654		54.581	
Vienna Group	3.847.135	9.839	85.881	
Sogecap	3.183.405		-13.800	

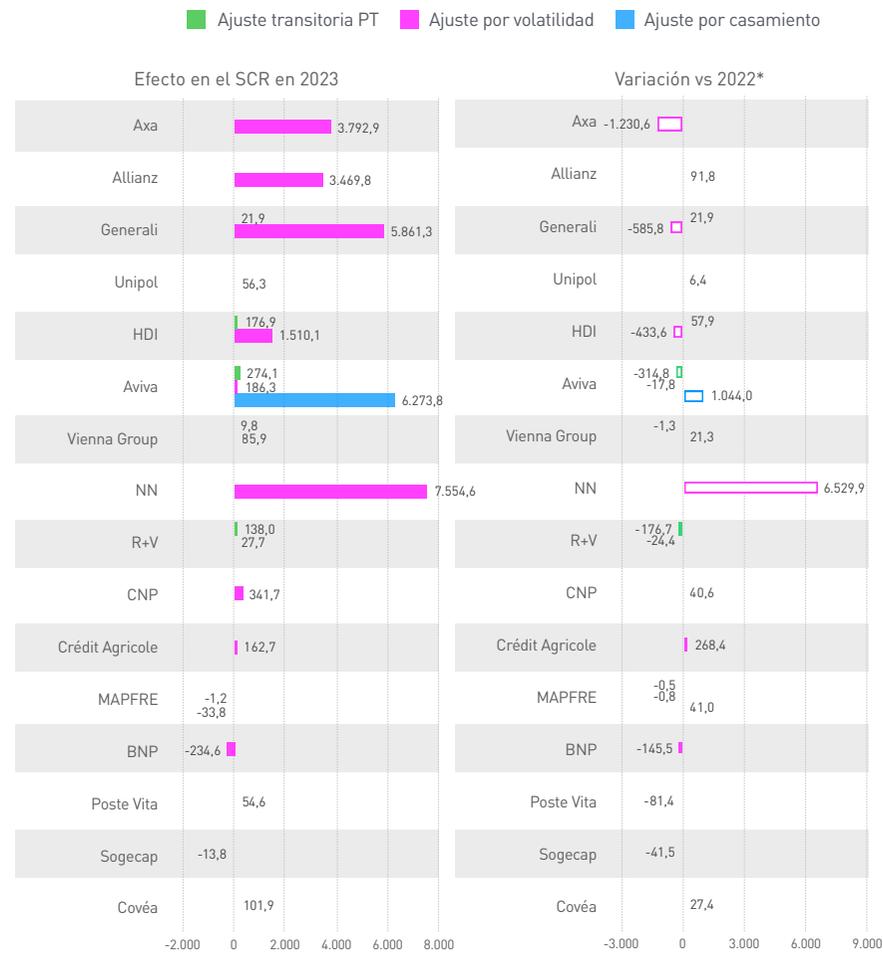
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)

Gráfica 2.2-g
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2023
 (millones de euros)



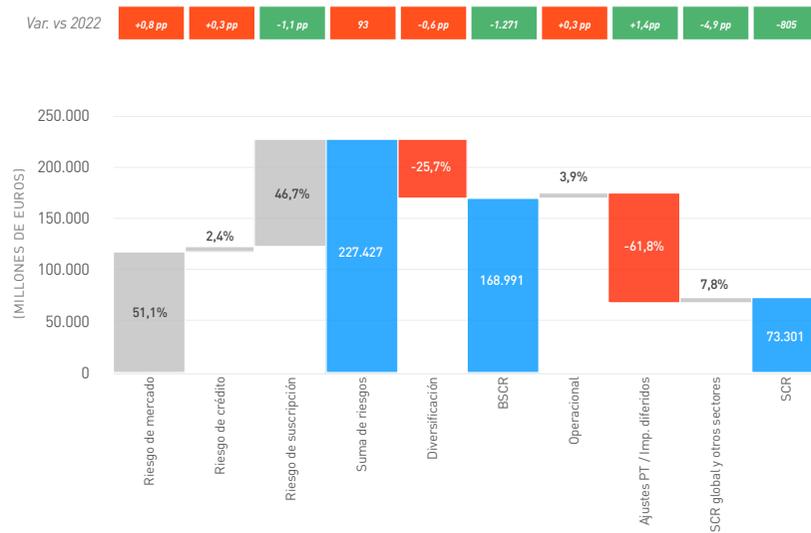
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)
 * La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

Gráfica 2.2-h
Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2023
 (millones de euros)



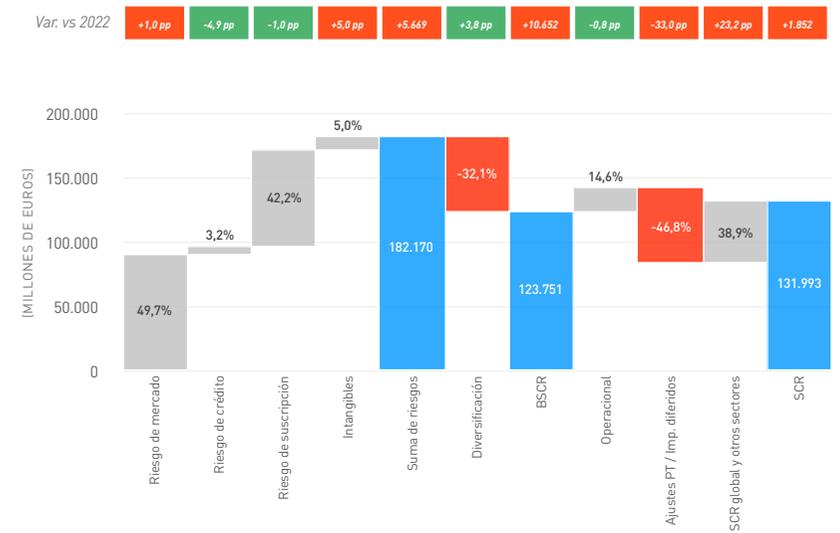
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de los SFCR publicados por las entidades señaladas)
 * La variación negativa implica aumento del impacto del ajuste.

Gráfica 2.2-i
Peso relativo de los distintos componentes del SCR
para grupos que emplean la fórmula estándar en 2023 y variación vs 2022
 (millones de euros y porcentajes)



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

Gráfica 2.2-j
Peso relativo de los distintos componentes del SCR
para grupos que emplean modelos internos parciales en 2023 y variaciones vs 2022
 (millones de euros y porcentajes)



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

En lo que se refiere al subconjunto compuesto por los grupos aseguradores que emplean diferentes modalidades de modelos internos (Gráfica 2.5-b), se observa que, entre 2022 y 2023, se presentó un ligero aumento en el peso relativo del componente de riesgo de mercado (+1,0 pp) y una reducción significativa del peso del riesgo de crédito (-4,9 pp), mientras que el componente de riesgo de suscripción registra una reducción respecto al año previo (-1,0 pp). Asimismo, en este subconjunto se registró, en 2023, una reducción de los beneficios derivados de la diversificación (3,8 pp, lo que implica una menor reducción del requerimiento de capital), así como una reducción del peso del riesgo operacional (-0,8 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.

Apéndice A: previsiones macroeconómicas

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

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

Fuente: MAPFRE Economics

¹Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

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

	Escenario Base (EB)						Escenario Estresado (EE)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,4	1,2	4,7	8,0	4,1	3,2	2,8
Eurozona	0,3	2,6	8,4	5,4	2,3	2,0	0,3	2,6	8,4	5,4	2,4	1,8
Alemania	0,5	3,1	6,9	5,9	2,1	1,9	0,5	3,1	6,9	5,9	2,5	0,9
Francia	0,5	1,6	5,2	4,9	2,4	1,9	0,5	1,6	5,2	4,9	2,5	2,1
Italia	-0,1	1,9	8,2	5,6	1,2	1,8	-0,1	1,9	8,2	5,6	1,9	1,6
España	-0,3	3,1	8,4	3,5	3,3	2,5	-0,3	3,1	8,4	3,5	3,4	2,6
Reino Unido	0,9	2,6	9,1	7,3	2,5	2,3	0,9	2,6	9,1	7,3	2,6	2,8
Japón	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,3	1,7	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,4	1,8
Mercados emergentes	5,2	5,9	9,8	6,4	6,3	4,6	5,2	5,9	9,8	6,4	6,4	4,8
América Latina	6,4	9,8	14,0	10,1	8,5	7,6	6,4	9,8	14,0	10,1	8,6	7,9
México	3,4	5,7	7,9	5,5	4,4	3,6	3,4	5,7	7,9	5,5	4,5	3,8
Brasil	3,2	8,3	9,3	4,6	4,1	3,7	3,2	8,3	9,3	4,6	4,1	4,2
Argentina	42,0	48,4	72,4	133,5	255,0	105,0	42,0	48,4	72,4	133,5	270,0	120,0
Colombia	2,5	3,5	10,2	11,7	6,7	3,9	2,5	3,5	10,2	11,7	6,8	3,7
Chile	3,0	4,5	11,6	7,3	3,8	3,5	3,0	4,5	11,6	7,3	3,9	4,4
Perú	1,8	4,0	7,9	6,3	2,7	2,4	1,8	4,0	7,9	6,3	2,8	3,0
Emergentes europeos¹	5,4	9,6	27,8	19,4	18,8	13,1	5,4	9,6	27,8	19,4	18,8	13,1
Turquía	12,3	19,6	72,3	53,9	57,8	26,4	12,3	19,6	72,3	53,9	57,9	27,1
Asia Pacífico	3,2	2,3	3,9	0,8	0,9	1,7	3,2	2,3	3,9	0,8	1,0	1,9
China	2,5	0,9	2,0	0,2	0,5	1,5	2,5	0,9	2,0	0,2	0,6	1,8
Indonesia	2,0	1,6	4,1	3,7	2,7	2,4	2,0	1,6	4,1	3,7	2,8	2,6
Filipinas	2,4	3,9	5,8	6,0	3,4	3,2	2,4	3,9	5,8	6,0	3,4	3,6
Mundo	3,2	4,7	8,7	5,5	4,5	3,5	3,2	4,7	8,7	5,5	4,5	3,7

Fuente: MAPFRE Economics

¹Europa del Este

Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	0,93	1,52	3,88	3,88	4,21	3,97
Eurozona	-0,19	0,32	3,39	2,79	3,05	3,01

Escenario Estresado (EE)					
2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
0,93	1,52	3,88	3,88	4,72	4,47
-0,19	0,32	3,39	2,79	3,73	3,73

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
USD-EUR	0,81	0,88	0,94	0,90	0,93	0,92
EUR-USD	1,23	1,13	1,07	1,11	1,07	1,09
GBP-USD	1,36	1,35	1,20	1,27	1,26	1,28
USD-JPY	103,54	115,00	132,65	141,91	158,40	147,23
USD-CNY	6,52	6,35	6,90	7,10	7,28	7,21

Escenario Estresado (EE)					
2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
0,81	0,88	0,94	0,90	0,94	0,93
1,23	1,13	1,07	1,11	1,07	1,08
1,36	1,35	1,20	1,27	1,26	1,27
103,54	115,00	132,65	141,91	159,37	149,36
6,52	6,35	6,90	7,10	7,32	7,27

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

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

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

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

Fuente: MAPFRE Economics
 Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

Apéndice B: previsiones de crecimiento de primas

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

	No Vida					
	2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)
Estados Unidos	5,3	8,4	9,1	8,7	4,9	4,3
Eurozona						
Alemania	3,5	4,1	2,9	5,1	2,9	3,3
Francia	2,1	5,3	4,0	7,0	3,6	3,4
Italia	-1,8	2,9	6,1	8,0	3,1	4,3
España	1,1	3,3	5,1	6,9	6,2	4,7
Reino Unido	2,2	10,6	14,1	11,7	3,9	4,8
América Latina						
México	-0,8	10,9	7,7	18,5	9,6	8,2
Brasil	2,5	14,9	24,3	9,6	8,4	9,2
Argentina	44,3	51,1	89,4	199,2	259,4	113,9
Colombia	2,5	15,9	19,4	14,5	11,0	9,2
Chile	5,5	14,2	23,3	9,7	11,0	8,6
Perú	2,1	15,3	7,6	5,9	7,7	8,7
Emergentes europeos¹						
Turquía	17,3	29,4	137,0	111,5	63,6	29,1
Emergentes Asia-Pacífico						
China	7,0	0,2	5,2	5,2	5,1	4,9
Indonesia	-8,7	8,5	15,4	16,4	4,3	4,4
Filipinas	-4,6	13,4	10,1	12,9	10,1	10,9
Japón	-0,8	-0,3	0,1	2,0	0,3	0,5
Mundo	6,3	5,9	3,2	8,7	5,2	5,4

Vida						
2020	2021	2022	2023(e)	2024(p)	2025(p)	
0,4	8,6	9,9	5,6	5,3	5,1	
0,5	-2,3	-9,0	-5,2	3,5	4,3	
-19,6	27,6	-3,5	6,0	3,5	5,4	
-5,8	8,3	-14,5	-2,5	3,5	5,5	
-20,7	7,9	3,7	36,5	-5,0	3,4	
-12,6	11,5	-6,3	10,2	3,9	4,3	
1,4	9,4	1,0	15,8	8,4	8,2	
0,4	12,2	12,2	9,2	8,1	9,4	
50,5	53,9	77,4	194,2	238,2	104,6	
-1,2	16,1	67,0	-5,0	11,1	8,5	
-25,6	7,8	39,3	23,9	9,1	9,0	
-4,0	40,4	4,2	7,2	9,8	9,9	
27,1	20,3	75,4	80,5	67,1	30,7	
5,4	-1,7	4,0	12,8	7,7	7,1	
-4,9	10,1	-9,4	-7,4	3,4	3,5	
5,6	26,2	-0,7	-0,5	11,0	11,7	
-5,6	2,2	12,7	9,1	2,8	3,4	
0,0	5,0	-5,4	7,0	4,4	7,9	

Fuente: MAPFRE Economics

¹Previsiones de crecimiento nominal anual en USD
 Fecha de cierre de previsiones: 23 julio 2024.

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

Índice de gráficas, tablas y recuadros

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Economías seleccionadas: probabilidades de recesión	13
Gráfica 1.1.1-b	Global: población que habrá acudido a las urnas en 2024	14
Gráfica 1.1.2-a	Global: perspectivas de crecimiento e inflación y contribución por regiones	25
Gráfica 1.1.2-b	Estados Unidos: indicadores adelantados de actividad	26
Gráfica 1.1.2-c	Estados Unidos: indicadores de comercio	26
Gráfica 1.1.2-d	Estados Unidos: aterrizaje de la economía	26
Gráfica 1.1.2-e	Estados Unidos: ciclos de inflación	26
Gráfica 1.1.2-f	Eurozona: primas de riesgo	27
Gráfica 1.1.2-g	Eurozona: indicadores precios y masa monetaria	27
Gráfica 1.1.2-h	Mercados desarrollados: PMIs	29
Gráfica 1.1.2-i	Mercados emergentes: PMIs	29
Gráfica 1.1.2-j	Global: índice de precios de materias primas	29
Gráfica 1.1.2-k	Economías emergentes: inflación	29
Gráfica 1.1.2-l	Global: tránsito de contenedores marítimos	30
Gráfica 1.1.2-m	Países asiáticos seleccionados: PMIs manufactureros	30
Gráfica 1.1.4	Balance de riesgos a corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales	33
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	42
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	42
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	44

Gráfica 1.2.4-b Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 44

Gráfica 1.2.5-a Italia: descomposición y previsiones del PIB 45

Gráfica 1.2.5-b Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 45

Gráfica 1.2.6-a Francia: descomposición y previsiones del PIB 47

Gráfica 1.2.6-b Francia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 47

Gráfica 1.2.7-a Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB 49

Gráfica 1.2.7-b Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 49

Gráfica 1.2.8-a Japón: descomposición y previsiones del PIB 51

Gráfica 1.2.8-b Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 51

Gráfica 1.2.9-a Turquía: descomposición y previsiones del PIB 52

Gráfica 1.2.9-b Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 52

Gráfica 1.2.10-a México: descomposición y previsiones del PIB 54

Gráfica 1.2.10-b México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 54

Gráfica 1.2.11-a Brasil: descomposición y previsiones del PIB 56

Gráfica 1.2.11-b Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 56

Gráfica 1.2.12-a Argentina: descomposición y previsiones del PIB 58

Gráfica 1.2.12-b Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 58

Gráfica 1.2.13-a Colombia: descomposición y previsiones del PIB 59

Gráfica 1.2.13-b Colombia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 59

Gráfica 1.2.14-a Chile: descomposición y previsiones del PIB 61

Gráfica 1.2.14-b Chile: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 61

Gráfica 1.2.15-a Perú: descomposición y previsiones del PIB 63

Gráfica 1.2.15-b Perú: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 63

Gráfica 1.2.16-a China: descomposición y previsiones del PIB 64

Gráfica 1.2.16-b China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 64

Gráfica 1.2.17-a Indonesia: descomposición y previsiones del PIB 66

Gráfica 1.2.17-b Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 66

Gráfica 1.2.18-a Filipinas: descomposición y previsiones del PIB 67

Gráfica 1.2.18-b Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica 67

Gráfica 2.1.1-a Global: previsiones de crecimiento de las primas 69

Gráfica 2.1.1-b Global: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas 70

Gráfica 2.1.1-c Global: contribuciones al crecimiento de las primas Vida 71

Gráfica 2.1.1-d	Global: contribuciones al crecimiento de las primas No Vida	72
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	73
Gráfica 2.1.3	Alemania: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	74
Gráfica 2.1.4	Italia: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	75
Gráfica 2.1.5	España: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	76
Gráfica 2.1.6-a	Reino Unido: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	77
Gráfica 2.1.6-b	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo	77
Gráfica 2.1.7-a	Estados Unidos: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	78
Gráfica 2.1.7-b	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	78
Gráfica 2.1.8-a	Brasil: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	79
Gráfica 2.1.8-b	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	80
Gráfica 2.1.9-a	México: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	80
Gráfica 2.1.9-b	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	81
Gráfica 2.1.10	Argentina: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	81
Gráfica 2.1.11-a	Turquía: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	82
Gráfica 2.1.11-b	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	83
Gráfica 2.1.12-a	China: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	83
Gráfica 2.1.12-b	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	84
Gráfica 2.1.13-a	Japón: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	84
Gráfica 2.1.13-b	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	85
Gráfica 2.1.14	Filipinas: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	86
Gráfica 2.2-a	Tamaño de los grupos aseguradores analizados por volumen de primas	86
Gráfica 2.2-b	Principales divisas: ajuste por volatilidad, 2017-2024	88
Gráfica 2.2-c	Ratios de solvencia, 2022-2023	89
Gráfica 2.2-d	Peso relativo de los fondos propios respecto a los activos en 2023 y variación vs 2022	92
Gráfica 2.2-e	Peso relativo de los fondos propios respecto a las provisiones técnicas en 2023 y variación vs 2022	93
Gráfica 2.2-f	Peso relativo de los fondos propios respecto a las primas en 2023 y variación vs 2022	93
Gráfica 2.2-g	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2023	96
Gráfica 2.2-h	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2023	96
Gráfica 2.2-i	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean la fórmula estándar en 2023 y variación vs 2022	97
Gráfica 2.2-j	Peso relativo de los distintos componentes del SCR para grupos que emplean modelos internos parciales en 2023 y variaciones vs 2022	97

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	42
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	44
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	45
Tabla 1.2.6	Francia: principales agregados macroeconómicos	47
Tabla 1.2.7	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	49
Tabla 1.2.8	Japón: principales agregados macroeconómicos	51
Tabla 1.2.9	Turquía: principales agregados macroeconómicos	52
Tabla 1.2.10	México: principales agregados macroeconómicos	54
Tabla 1.2.11	Brasil: principales agregados macroeconómicos	56
Tabla 1.2.12	Argentina: principales agregados macroeconómicos	58
Tabla 1.2.13	Colombia: principales agregados macroeconómicos	59
Tabla 1.2.14	Chile: principales agregados macroeconómicos	61
Tabla 1.2.15	Perú: principales agregados macroeconómicos	63
Tabla 1.2.16	China: principales agregados macroeconómicos	64
Tabla 1.2.17	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	66
Tabla 1.2.18	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	67
Tabla 2.2-a	Principales cifras financieras y de solvencia, 2023	90
Tabla 2.2-b	Métodos de cálculo del SCR, 2023	90
Tabla 2.2-c	Calidad de los fondos propios admisibles, 2023	91
Tabla 2.2-d	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre los fondos propios, 2023	95
Tabla 2.2-e	Efecto de las medidas transitorias y de ajuste sobre el SCR, 2023	95
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto	101
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	102
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	103
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	103
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	103
Tabla B-1	Escenarios Base: crecimiento de primas de seguros	107

Recuadros

Recuadro 1.1.1	Actualización de política monetaria	16
Recuadro 1.1.2	Proteccionismo, mercantilismo y neo-mercantilismo	31

Referencias

1/ Véase: MAPFRE Economics (2023), *Panorama económico y sectorial 2024*, Madrid, Fundación MAPFRE.

2/ Véase: Swiss Re, "Natural catastrophes in 2023: gearing up for today's and tomorrow's weather risks", *Sigma* nº 1/2024 (FT Markets).

3/ La Gráfica 2.1.2-a y demás similares que se presentan en este apartado muestran los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2023, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de marzo y junio de 2024. Asimismo, pueden visualizarse otros meses y divisas en el gráfico interactivo al que puede accederse desde en enlace señalado en la parte inferior derecha de cada una de ellas.

4/ Informe Económico del Sector Asegurador a marzo, año 2024 de ICEA.

5/ Conforme a datos de ICEA.

6/ Los Informes sobre la Situación Financiera y Solvencia (SFCR) correspondientes al año 2023 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/2024/en-Allianz-Group-SFCR-2023.pdf

Axa: https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com/bee4b28c-3aff-4692-9e53-beb54a8d07b0_axa_sfrc_2023_va.pdf

CNP: <https://www.cnp.fr/en/cnp/content/download/11514/file/CNP-Assurances-SFCR-Groupe-2023-VA.pdf>

Generali: https://www.generali.com/doc/jcr:fb1a2bb8-1fa1-4f56-945f-0a376dfe8b54/Group%20SFCR%202023.pdf/lang:en/Group_SFRC_2023.pdf

Crédit Agricole: <https://www.ca-assurances.com/wp-content/uploads/CAA-RN-SFCR-EN-vdef-2.pdf>

Aviva: <https://static.aviva.io/content/dam/aviva-corporate/documents/investors/pdfs/regulatoryreturns/2023/Aviva-plc-Single-Group-wide-SFCR-2023.pdf>

BNP: https://www.bnpparibascardif.com/c/document_library/get_file?uuid=7f4112d7-137f-4951-4638-ad7cf97035b5&groupId=348001

Poste Vita: https://www.poste.it/files/1476613640747/RelazioneUnicaSolvibilita_CondizioneFinanziaria_31122023.pdf

Sogecap: https://www.assurances.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/VF_Sogecap_entite_rssf_2023_01.pdf

HDI: <https://www.talanx.com/media/Files/investor-relations/pdf/geschaeftsberichte/risikoberichte/2023/2023-sfcr-hdi-gruppe-en.pdf>

R+V: <https://www.ruv.de/dam/jcr:7794c92b-90ce-4f04-b6e1-e7bd376e2e3c/2023-SFCR-Versicherung-AG.pdf>

Covéa: https://www.covea.com/sites/default/files/2024-05/sfcr_covea_2023.pdf

Nationale Nederlanden: <https://www.nn-group.com/article-display-on-page-no-index/translations-of-the-summary-section-of-the-2023-sfcr-nn-group.htm>

Unipol: https://www.unipol.it/sites/corporate/files/document_attachments/sfcr_ug_2023_en.pdf

MAPFRE: <https://www.mapfre.com/media/accionistas/2023/2023-sfcr-grupo-mapfre.pdf>

VIG: <https://group.vig/media/bnrjctkg/2023-vig-holding-sfcr.pdf>

Y los correlativos a 2022, 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/2023/en-Allianz-Group-SFCR-2022.pdf

Axa: https://www-axa-com.cdn.axa-contento-118412.eu/www-axa-com/08a76734-1071-4a91-8bd4-2aab901549a_AXA_SA_SF_CR_FY22_VA.pdf

CNP: <https://www.cnp.fr/en/cnp/content/download/10950/file/SFCR-CNP-Assurances-Groupe-20230405-EN.pdf>

Generali: https://www.generali.com/doc/jcr:ef20c7ab-9d97-4037-881d-d225d9acf3a1/Group%20SFCR%202022%20ENG_.pdf/lang:en/Group_SF_CR_2022_ENG_.pdf

Crédit Agricole: <https://www.ca-assurances.com/previewPDF/31472/CAA%20-%20RN%20-%20SFCR%202022.pdf>

Aviva: <https://static.aviva.io/content/dam/aviva-corporate/documents/investors/pdfs/regulatoryreturns/2022/31%20Dec%2022%20Aviva%20plc%20Group%20SFCR.pdf>

BNP: https://www.bnpparibascardif.com/c/document_library/get_file?uuid=01a968d7-3a3a-8a9b-08a8-34cc911faa2f&groupId=348001

Poste Vita: https://www.poste.it/files/1476586704112/RelazioneUnicaSolvibilita_CondizioneFinanziaria_31122022.pdf

Sogecap: https://www.assurances.societegenerale.com/uploads/tx_bisgnews/%E2%80%A2VF_SOGECAP_RSSF_2022_03.pdf

HDI: <https://www.talanx.com/media/Files/investor-relations/pdf/geschaeftsberichte/risikoberichte/2022-SFCR-HDI-GRUPPE-EN.pdf>

R+V: <https://www.ruv.de/dam/jcr:41b53b1f-9f4a-497b-b856-6e3b7f7945ac/2022-SFCR-Gruppe.pdf>

Covéa: https://www.covea.com/sites/default/files/2023-05/sfcr_covea_2022.PDF

Nationale Nederlanden: <https://www.nn-group.com/article-display-on-page-no-index/nn-group-solvency-and-financial-condition-report-2022.htm>

Unipol: https://www.unipol.it/sites/corporate/files/document_attachments/sfcr_ug_2022_en.pdf

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

VIG: <https://group.vig/media/kncbvm2c/2022-vig-holding-sfcr-en.pdf>

7/ Véase: *Panorama económico y sectorial 2023: perspectivas hacia el tercer trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE, pp. 79-90.

8/ Debe señalarse que la medida transitoria de provisiones técnicas solo resulta aplicable a las carteras existentes en el momento de entrada en vigor del nuevo sistema de Solvencia II, el 1 de enero de 2016.

9/ Nationale Nederlanden y el grupo MAPFRE, que venían aplicando la medida en el año previo, dejaron de aplicarla en 2023.

10/ Teniendo en cuenta el cambio en la composición de los grupos considerados en la muestra, tanto en 2023 como en 2022.

Otros informes de MAPFRE Economics

MAPFRE Economics (2024), *Demografía: un análisis de su impacto en la actividad aseguradora*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2024), *Entorno de riesgos 2024-2026: tipología y análisis*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2024), *Perspectivas de los regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), *GIP-MAPFRE 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), *El mercado asegurador latinoamericano en 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), *El mercado español de seguros en 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.

MAPFRE Economics (2023), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

MAPFRE Economics (2023), *Ahorro global e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.

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

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

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

AVISO

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

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

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

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

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid