



Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2023

MAPFRE Σconomics

Panorama económico y sectorial 2023

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

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

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

© Imagen de cubierta: iStock

© De los textos:
MAPFRE Economics - mapfre.economics@mapfre.com
España: Carretera de Pozuelo, 52 - Edificio 1
28222 Majadahonda, Madrid
México: Avenida Revolución, 507
Col. San Pedro de los Pinos
03800 Benito Juárez, Ciudad de México

© De esta edición:
2023, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Enero, 2023.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com.mx

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jroja1@mapfre.com

Sofía Gil Sánchez

Mariano Borda Reyna

Fernando Rodríguez Sanz

Belén Sobrino Lacoba

María Camila Jiménez Arango

Contenido

Presentación	9
Introducción	11
Resumen ejecutivo	13
1. Panorama económico	17
1.1. El panorama económico global	17
1.1.1 Sumario del vuelo: retrospectiva de factores endógenos y exógenos	17
1.1.2 Asincronía en el aterrizaje: prospectiva suave, irregular y con fragilidades latentes ...	18
1.1.3 Dinámicas regionales	27
1.1.4 Escenarios y previsiones	31
1.1.5 Balance de riesgos	33
1.2. Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	38
1.2.1 Estados Unidos	38
1.2.2 Eurozona	41
1.2.3 España	44
1.2.4 Alemania	46
1.2.5 Italia	48
1.2.6 Reino Unido	50
1.2.7 Japón	53
1.2.8 Turquía	55
1.2.9 México	57
1.2.10 Brasil	60
1.2.11 Argentina	62
1.2.12 China	64
1.2.13 Indonesia	66
1.2.14 Filipinas	68

2. Panorama sectorial	71
2.1. El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora.	71
2.1.1 Mercados globales	71
2.1.2 Eurozona.	72
2.1.3 Alemania	73
2.1.4 Italia	74
2.1.5 España	74
2.1.6 Reino Unido	75
2.1.7 Estados Unidos	76
2.1.8 Brasil	77
2.1.9 México	77
2.1.10 Argentina	78
2.1.11 Turquía	79
2.1.12 China	79
2.1.13 Japón	80
2.1.14 Filipinas	80
2.1.15 Reaseguro	81
2.2. Tendencias regulatorias y de supervisión	81
2.2.1. Riesgos y vulnerabilidades del sector asegurador global	81
2.2.2. Informe de estabilidad financiera 2022 de EIOPA	83
Apéndice:	
previsiones macroeconómicas	87
Índice de tablas, gráficas y recuadros	91
Referencias	95

Presentación

Fundación MAPFRE presenta una nueva edición del estudio de MAPFRE Economics, *Panorama económico y sectorial*, referido en esta ocasión a las principales perspectivas macroeconómicas y financieras globales para 2023 y su impacto sobre la actividad aseguradora. Los contenidos y previsiones incluidos en este estudio se actualizarán trimestralmente a lo largo del año, incorporando los cambios que se vayan presentando en el entorno de la economía global y de la industria del seguro.

Finaliza 2022, un año en el que el inicio de la invasión en Ucrania ha creado una crisis humanitaria, tensiones en el terreno militar y en la correlación de fuerzas globales, y ha cambiado las perspectivas de la economía global. De cara al 2023, las estimaciones de MAPFRE Economics apuntan a una desaceleración económica global, con un riesgo geopolítico elevado y con algunas de las principales economías enfrentando una posible recesión que, en principio, se estima sería suave y de corta duración. De esta forma, las previsiones sitúan el crecimiento global en 2023 en un 2,0%, para dinamizarse en 2024 en el entorno del 2,7%. A nivel sectorial, el contexto global continuará planteando un panorama complejo para el negocio y la rentabilidad del sector asegurador.

La mejora de la calidad de vida de las personas y el progreso social constituyen el motor que anima las actividades de Fundación MAPFRE, las cuales se llevan a cabo en 28 países. Los fines fundacionales están orientados a la lucha contra la desigualdad, la difusión de la cultura y la promoción del conocimiento, con especial énfasis en lo relacionado con la seguridad vial, la salud, y el mundo del seguro y la previsión social. En este último fin se enmarca la publicación del informe *Panorama económico y sectorial 2023*, el cual tiene por objeto contribuir a mejorar el conocimiento de los ciudadanos en estas materias y proporcionar una herramienta de trabajo para aquellos que precisen de este tipo de información en la toma de decisiones.

Fundación MAPFRE

Introducción

Esta nueva versión del informe *Panorama económico y sectorial* de MAPFRE Economics presenta, como cada año, una revisión de las perspectivas sobre el desempeño económico tanto a nivel global como de las principales economías del orbe y, a partir de este, un análisis sobre el contexto para el desempeño del sector asegurador.

En términos generales, en su *escenario base*, el informe prevé un crecimiento económico global en torno al 2,0% para 2023 y de 2,7% para 2024. Se trata de un escenario a corto y medio plazo de *estanflación*, que sería seguido de un periodo de recuperación de baja intensidad. En lo que se refiere a la política monetaria, se prevé una elevación de los tipos terminales de interés, a raíz del mayor sesgo de endurecimiento revelado por los principales bancos centrales durante la segunda parte de 2022, y en cuanto a la política fiscal, se espera una senda de menor expansión de forma amplia y generalizada que se aproxime gradualmente al terreno neutral.

Estas previsiones apuntan a una desaceleración económica global, lo que continúa planteando un panorama complicado para el negocio y la rentabilidad del sector asegurador. Los efectos combinados de la política monetaria (con condiciones financieras restrictivas) y de la política fiscal (con un menor impulso a la actividad económica) supondrán un obstáculo de corto plazo al crecimiento de la demanda de aseguramiento. En este contexto, algunos ramos del seguro, como el de automóviles, continuarán enfrentando el efecto de la menor demanda y la aún alta inflación, en tanto que otros, como los seguros de salud, gozarán de un panorama relativamente más positivo por el lado de la demanda de este tipo de productos, aunque debiendo lidiar con el reto de la presión en los costes a consecuencia de los efectos de segunda ronda del proceso inflacionista. En el lado positivo, el entorno de tipos de interés más elevados y una inflación con tendencia a la baja, pueden ayudar a compensar en 2023 la pérdida de rentabilidad sufrida por el sector asegurador en el año previo, y constituyen igualmente un importante estímulo para el segmento de los seguros de Vida vinculados al ahorro.

Confiamos en que esta nueva versión de nuestro *Panorama económico y sectorial* coadyuve a la mejor comprensión del entorno económico para este 2023, así como de los principales factores que tendrán influencia en el desarrollo del sector asegurador.

MAPFRE Economics

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2023

Panorama económico

A finales del año 2022, la economía global mostraba ciertos signos de relativo optimismo. Por el lado de la oferta, la mejora en el funcionamiento de las cadenas de suministro consolidaba la senda hacia la recuperación y, por el lado de la demanda, a pesar de estar ante una etapa de moderación vinculada al efecto de la restricción monetaria, la pérdida de poder adquisitivo real de los salarios, el progresivo agotamiento del ahorro acumulado y el deterioro en el canal de confianza de consumidores que se ubicaba en terreno ampliamente deprimido, se percibía un aspecto positivo enmarcado por la robustez del empleo.

En este contexto, los bancos centrales mostraron una dinámica de transición de su postura monetaria, con cierta sobrerreacción durante la segunda mitad del año, frente a la inacción que mantuvieron a comienzos de 2022. Respecto a la política fiscal, se comenzó a vislumbrar una dinámica de mayor neutralidad, ante la adaptación a un entorno en el que el apoyo de los bancos centrales se desvanecía y se daba paso a vías de financiamiento a precios de mercado más sensibles a sendas de sostenibilidad verosímiles con el binomio deuda-déficit.

En cuanto al 2023, se prevé un crecimiento moderado de la economía global, así como una inflación aún elevada que podría presentar ciertos efectos de segunda ronda. Por el lado de la oferta, se espera que las cadenas de suministro continúen retomando la normalidad, gracias a factores como una progresiva relajación en los precios de las materias primas, el relevo de la demanda de servicios sobre bienes que irá drenando el desequilibrio y una menor presión energética, entre otros. Y,

por el de la demanda, se anticipa una desaceleración suave que desvanezca ciertos desequilibrios aún latentes, y ligeramente contractiva en términos de empleo.

En general, la economía global enfrenta los efectos de una política monetaria restrictiva, con unas curvas de tipos de interés que muestran una pendiente de rendimientos cada vez más invertida, reflejando discrepancias de seguridad entre plazos y una calidad crediticia constante, y que denotan una señal adelantada y ampliamente aceptada de recesión. Se prevé que el endurecimiento monetario continuará gravitando en los primeros meses del año 2023 en torno a las preocupaciones de inflación, y que durante la segunda mitad del año mantendrá una postura menos dura y compatible con la estabilidad financiera, con la esperanza de que se vaya revirtiendo cierto grado de endurecimiento hacia un estado de neutralidad monetaria más amplio. La política fiscal, por su parte, continuará alineándose con la política monetaria, acompañando con medidas más selectivas y limitando su impulso en términos generales.

Por lo que se refiere a la gobernanza y crisis geopolíticas, se presentan varios retos para lograr la estabilidad global, como son: (i) el conflicto en Ucrania, con el que las relaciones comerciales no parece que puedan volver rápidamente a la normalidad previa al conflicto, (ii) las nuevas rondas de sanciones a Rusia que, aunque efectivas, pueden dar resultados parcialmente no deseados en términos de gestión de medios de pago (contra el dólar) y de una reestructuración de canales comerciales globales, (iii) la gobernanza de la Unión Europea que se sitúa ante una difícil vuelta hacia la disciplina fiscal en 2023, la cual se suma a la retirada de compras de activos financieros por parte del Banco Central Europeo en un contexto de menor crecimiento, (iv) la situación

en Estados Unidos ante unas elecciones difíciles de gestionar, que dificultarán la aprobación de nuevas medidas fiscales y de cooperación trasatlántica y, (v) un entorno en América Latina donde la victoria de Luiz I. Lula da Silva en Brasil afianza la presencia de gobiernos de izquierda en la región, así como el escrutinio de las cuentas públicas por parte de los mercados ante el riesgo de una política fiscal no balanceada.

Por otro lado, la deuda global volvió a descender en el tercer trimestre de 2022, representando el 343% con relación al PIB y en torno a 22 puntos porcentuales por debajo de su máximo de 2021. En el caso de los mercados desarrollados, se produjo una disminución liderada por la deuda de los gobiernos y los hogares, mientras que en los mercados emergentes tuvo lugar un nuevo incremento por el mayor endeudamiento de las empresas financieras y, en menor medida, por las no financieras, destacando como obstáculo la fuerte depreciación acumulada de las monedas en su comparativa frente al dólar.

Desde el punto de vista de las previsiones, el *escenario base* considerado en este informe sitúa el crecimiento global en un 3,5% en 2022, desacelerándose al 2,0% en 2023. Es un escenario a corto y medio plazo de *estanflación*, aunque de menor impacto que en eventos anteriores, que sería seguido de un periodo de recuperación de baja intensidad. En cuanto a la política fiscal, se espera una senda de menor expansión de forma amplia y generalizada que se aproxime gradualmente al terreno neutral. La política monetaria, por su parte, elevaría los tipos terminales de interés a raíz del mayor sesgo de endurecimiento revelado por los principales bancos centrales durante el primer semestre de 2023. Asimismo, en el terreno geopolítico, se prevé que el conflicto en Ucrania continúe al menos hasta el primer trimestre de 2023, con una desescalada gradual que iría avanzando lentamente. Esto, sumado al debilitamiento de la demanda global, llevaría a una presión a la baja sobre los precios de las materias primas, aunque se estabilizarían en un grado superior a los niveles de largo plazo.

Por otra parte, en el *escenario estresado* analizado en este informe se prevé un crecimiento global en 2023 en torno al 1,2% (tras el 3,5% alcanzado en 2022). En este

escenario alternativo de riesgo, se observa una caída de la demanda global más abrupta de lo anticipado, con presiones inflacionarias más intensas y duraderas, una política fiscal que permanece expansiva y una política monetaria contrapuesta y más agresiva. En este escenario, las economías desarrolladas no tendrían un aterrizaje suave y la erosión permanente del poder adquisitivo conllevaría a una contracción del consumo no compensada por una nueva ronda de expansión fiscal. Las economías emergentes, por su parte, se verían beneficiadas por un ciclo de materias primas con precios altos, pero no podrían evitar el deterioro en los niveles de actividad económica ante el debilitamiento de la demanda exterior, con un intercambio menor a precios elevados, pero insuficientes.

Panorama sectorial

Las estimaciones para 2023 apuntan a una desaceleración económica global, con un riesgo geopolítico elevado y con algunas de las principales economías enfrentando una posible recesión que, en principio, se estima sería suave; entorno que continúa planteando un panorama complicado para el negocio y la rentabilidad del sector asegurador en este año.

Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han anunciado que continuarán endureciendo su política monetaria en su lucha contra la inflación, aunque a un ritmo menor tras la mejoría de algunos indicadores, manteniendo, no obstante, unas condiciones financieras restrictivas en un entorno acostumbrado a elevados niveles de endeudamiento por parte de todos los agentes económicos, tipos de interés bajos y elevada liquidez, lo que supondrá un freno para la demanda agregada y del negocio asegurador.

En aquellos mercados emergentes que reaccionaron antes al fuerte repunte de la inflación (como es el caso de Brasil o México), se están viendo caídas más pronunciadas en sus tasas de inflación y se encuentran ya en una fase en la que sus economías están acusando en mayor medida la ralentización económica provocada por el endurecimiento de las condiciones de financiación. De esta forma, sus respectivos mercados aseguradores se enfrentan a un año 2023 con mayores dificultades para el desarrollo del negocio, tras

un 2022 en el que la economía y el negocio asegurador se comportaron mejor de lo inicialmente previsto. Otros países como Argentina o Turquía continúan en un escenario de alta inflación y tipos de interés reales profundamente negativos, dos factores que hacen que la gestión del negocio asegurador resulte especialmente compleja.

En el sector del automóvil, el problema de la escasez de semiconductores, así como de otros componentes ha mejorado, aunque todavía no se ha normalizado por completo, y se enfrenta ahora al endurecimiento de las condiciones para la financiación de la adquisición de nuevos vehículos, por lo que el panorama para el negocio y rentabilidad de los seguros de autos continúa complicado. Los seguros de salud, por su parte, presentan un panorama positivo en cuanto a su volumen de negocio por la aversión al riesgo sanitario provocado por la pandemia y la mayor concienciación de la necesidad de complementar la cobertura que ofrecen los sistemas sanitarios públicos, aunque su rentabilidad se enfrenta a un reto significativo por la presión al alza en el coste de la cobertura sanitaria a consecuencia de los efectos de segunda ronda que está provocando el proceso inflacionista. En el lado positivo, el entorno de tipos de interés más elevados (una vez absorbido el impacto negativo sobre los balances de las entidades aseguradoras) y una inflación a la baja, pueden ayudar a compensar en 2023 la pérdida de rentabilidad sufrida por el sector asegurador en el año previo, y constituyen un estímulo para el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro, los cuales seguirán beneficiándose en este año del entorno favorable de tipos de interés.

Por otro lado, tras un año 2022 en el que se han producido grandes correcciones en las principales categorías de activos en los que invierten las entidades aseguradoras, 2023 plantea un panorama en el que podrían surgir oportunidades, no solo en los productos más conservadores con garantías de tipos de interés, sino también en productos en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, dependiendo de la evolución de la inflación y de la reacción de los bancos centrales ante los nuevos datos, existiendo gran incertidumbre sobre el momento en el que relajarán las condiciones financieras restrictivas, lo que han anunciado no sucederá mientras la inflación no

se acerque de forma clara a sus objetivos de política monetaria.

En definitiva, aunque la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros continúa elevada, el fuerte ajuste que han sufrido hace prever que el principal problema al que se enfrentarán los mercados aseguradores en este año sea el efecto de las condiciones financieras restrictivas sobre los agentes económicos (gobiernos, hogares y empresas) y, por tanto, sobre la economía real bajo la forma de menores crecimientos, con unos mercados laborales que continúan fuertes pero que acusarán el nuevo escenario que plantea la inflación, las subidas de tipos de interés y la retirada de los estímulos monetarios. Los bancos centrales entran en una nueva fase en la que las posibles subidas de tipos serán más suaves, con el objetivo de mantener una política monetaria restrictiva hasta que existan síntomas claros de que la inflación está controlada, lejos todavía de pivotar hacia una política monetaria acomodaticia que estimule el crecimiento y la demanda agregada en la economía.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

1.1.1 Sumario del vuelo: retrospectiva de factores endógenos y exógenos

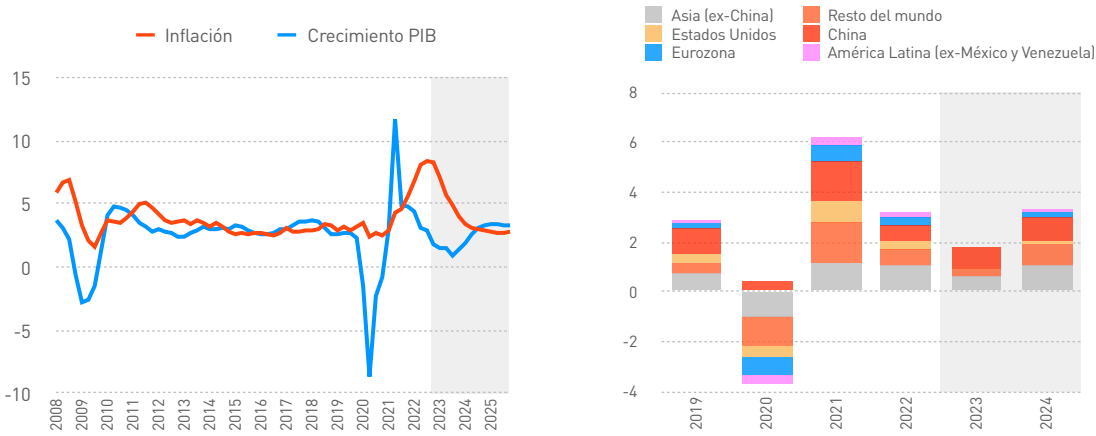
A finales de 2022, se ha visto cómo algo de optimismo emergía tras las convulsiones e incertidumbres de buena parte del año, a medida que una parte de los factores que venían lastrando a la economía global en el curso del año mostraban un comportamiento más benigno de lo anticipado. Por el lado de la oferta, la oxigenación de las cadenas de suministro consolidaba la senda de recuperación con la mejoría constatada de los eslabones que enfrentaban mayores dificultades (manufacturas de origen chino en reapertura, semiconductores y centros logísticos, entre otros), al tiempo que el sector servicios continuaba absorbiendo la congestión acumulada en torno a bienes duraderos. Por el lado de la demanda, el aspecto positivo se enmarcaba en la robustez del empleo, a pesar de que a esta normalización de los patrones de consumo se ha sumado una etapa de moderación vinculada a la pérdida de poder adquisitivo de los salarios en términos reales, el progresivo agotamiento del ahorro acumulado y un deterioro en el canal de confianza de consumidores que se ubica en terreno ampliamente deprimido.

En consecuencia, y de forma anticipada, el ciclo de materias primas ha seguido normalizándose y suavizando los desequilibrios en los precios. Ello ha permitido dejar atrás los máximos de precios, en primera instancia a las economías más expuestas a estos insumos, seguidas de las economías intensivas en manufacturas y de proximidad al ciclo productivo. Estas últimas han acusado el retroceso anticipando una etapa de giro que empieza a trasladarse a gran parte de las economías desarrolladas que, tanto en términos de datos inflación como en las encuestas de expectativas más recientes, pueden visualizar que la peor parte del proceso inflacionario comienza a quedar atrás.

Por lo que respecta a la respuesta de los bancos centrales, la dinámica de transición de 2022 se ha mostrado como una maniobra de las más intensas y abruptas en la historia reciente, donde la inacción con la que comenzaron el 2022 ha venido siendo contrarrestada por una cierta sobrerreacción en la segunda mitad del año. Con ello, esta evolución ha provocado que el entorno ampliamente procíclico y acomodaticio inicial, luego de atravesar un breve periodo de neutralidad, se haya consolidado en un entorno restrictivo y contracíclico, cuyo efecto acumulado, si bien aún se encuentra en la fase de rezago por el lado de la demanda agregada y el empleo dada la traslación directa a través del canal financiero, comienza a reflejarse en un ciclo crediticio que endurece los requisitos de acceso. De igual forma, el carácter expansivo de la política fiscal, impulsado desde el inicio del conflicto entre Rusia y Ucrania como mecanismo de contención y amortiguación del *shock*, comienza a vislumbrar una dinámica de mayor neutralidad, ante la adaptación a un entorno en que el apoyo de los bancos centrales se desvanece y da paso a vías de financiamiento a precios de mercado más sensibles a sendas de sostenibilidad verosímiles con el binomio deuda-déficit.

Por último, la prevalencia del conflicto bélico en Ucrania y, en general, el panorama geopolítico que se vislumbra, desde un enfoque más amplio de cierta reversión de la globalización, establecimiento de bloques y retorno a las políticas proteccionistas, siguen ejerciendo un constante contrapeso a la dinámica de la actividad global, prolongando los vientos de cola a los que se enfrenta la economía, los cuales coinciden con el delicado ejercicio de maniobrar hacia un aterrizaje suave de la economía global, cuyas posibilidades de accidente se mantienen en un intervalo de confianza amplio, por tercer año consecutivo.

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



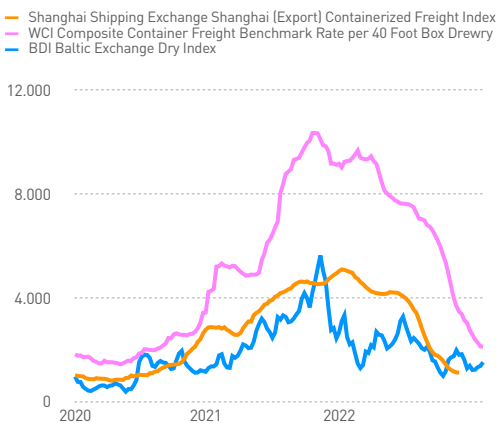
Fuente: MAPFRE Economics

1.1.2 Asincronía en el aterrizaje: prospectiva suave, irregular y con fragilidades latentes

De cara a 2023, tanto las expectativas de crecimiento como las perspectivas de inflación seguirán ligadas a los factores y vientos de cola anteriormente descritos (véase la Gráfica 1.1.2-a y las Tablas A-1 a A-5 en el apéndice de este informe), con una prospectiva de crecimiento modesto y por debajo de potencial, así como el lastre de una inflación duradera e indeseablemente elevada que podría presentar ciertos efectos de segunda ronda, aunque hasta el momento insuficientes

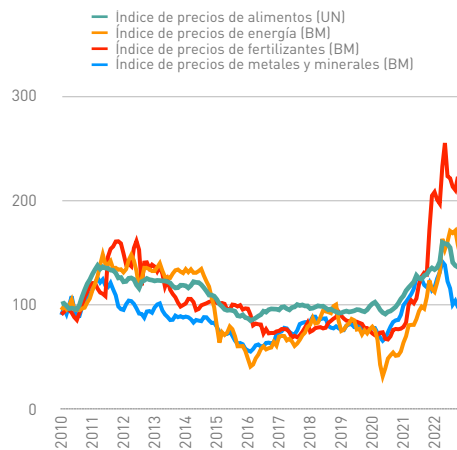
para desanclar las expectativas, de la mano de una política monetaria prolongadamente restrictiva, así como de una política fiscal asimétrica por divergencias en los espacios fiscales, pero en consolidación de forma agregada. Bajo esta perspectiva general, se espera una reconfiguración en la dinámica de los riesgos, donde los problemas de insuficiencia de oferta, por una parte, y de presiones inflacionarias, por la otra, pierdan vigor en el transcurso del año y queden en cierta medida “en el espejo retrovisor”, tomando relevancia otros factores como la contracción de la demanda y la pérdida de dinamismo de los mercados laborales, manifestación de los efectos de la restricción monetaria activada a lo largo de 2022 y efectos ri-

Gráfica 1.1.2-b
Global: cadenas de suministro



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.2-c
Global: precios de materias primas y energía



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

cardianos acordes a la nueva dinámica fiscal que, en general, se anticipa más equilibrada en el medio y corto plazo.

Factores por el lado de la oferta

Por el de la oferta, se espera que las cadenas de suministro continúen retomando la normalidad. Ello ocurriría de la mano del restablecimiento progresivo de ciertos eslabones dañados de estas, de una continuada relajación en los precios de las materias primas (aunque más dilatada dados los efectos de la reapertura china), del relevo de la demanda de servicios sobre bienes que continúe drenando el desequilibrio, y de una menor presión energética (principalmente en el territorio europeo, a pesar del componente estructural) como resultado de la menor demanda global, aunque condicionado a nuevas disrupciones y a la reconfiguración de escenarios geopolíticos adversos que generen tensiones adicionales en los precios, o bien que interrumpan la diversificación de fuentes de aprovisionamiento (véanse las Gráficas 1.1.2-b y 1.1.2-c).

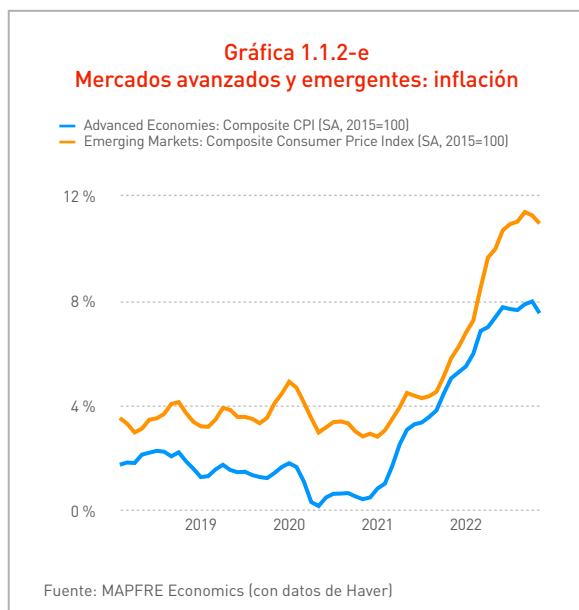
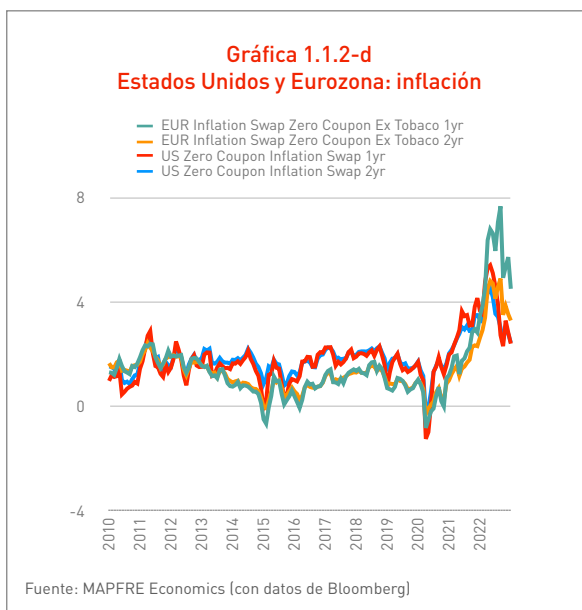
Inflación

Con respecto a la inflación, las lecturas de inflación han continuado alcanzados niveles históricamente elevados a nivel mundial, aunque con dinámicas diferenciadas de la mano tanto de factores *endógenos* (sobrecalentamiento de la demanda, expansión crediti-

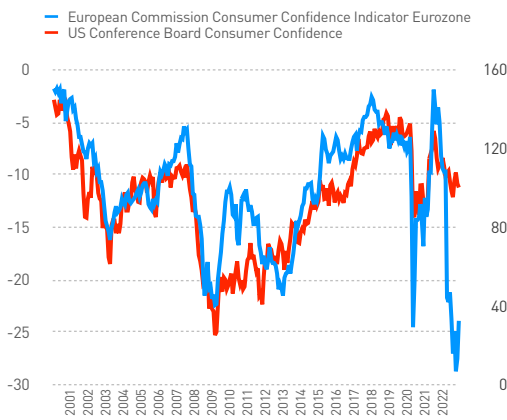
cia, transferencias directas, especulación y acaparamiento por temores de escasez) como de factores *exógenos* (destacando el *shock* energético como impulsor principal de los precios). Sin embargo, y por el lado positivo, la dinámica de alzas en los precios comienza a tomar gradualmente un carácter retrospectivo, tanto en las principales economías emergentes, que prematuramente integraron el proceso a la baja por su cercanía a los primeros eslabones de las cadenas productivas, como en las economías desarrolladas, aunque con un cierto rezago. Si bien ciertos componentes se espera que sigan ejerciendo una presión de fondo sobre la inflación (negociaciones salariales, transición energética y lenta reversión de productos que componen la inflación subyacente), el efecto base, el retroceso de la presión sobre los precios de la energía y el agotamiento de la demanda liderarán el proceso de tendencia hacia tasas de inflación menos intensas a lo largo del año (véanse las Gráficas 1.1.2-d y 1.1.2-e).

Factores por el lado de la demanda

En el lado de la demanda, se anticipa una desaceleración suave que desvanezca ciertos desequilibrios aún latentes y ligeramente contractiva en términos de empleo (en línea con una recesión, *a priori*, poco profunda). Ello iría acompañado por una moderación en los precios, los cuales tenderían a situarse en unas tasas de desempleo en los mercados laborales que vuelvan a niveles ligeramente por encima de los "naturales" (niveles que no retroalimentan la

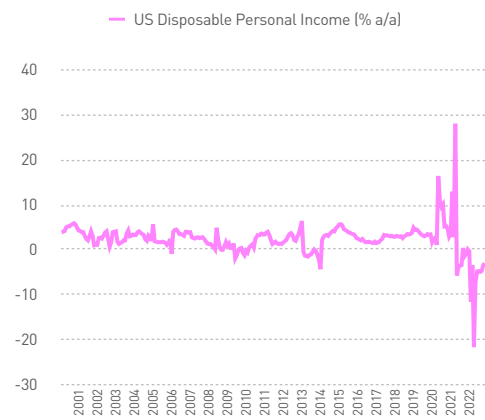


Gráfica 1.1.2-f
Estados Unidos y Eurozona:
confianza del consumidor



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.2-g
Estados Unidos: salarios reales



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

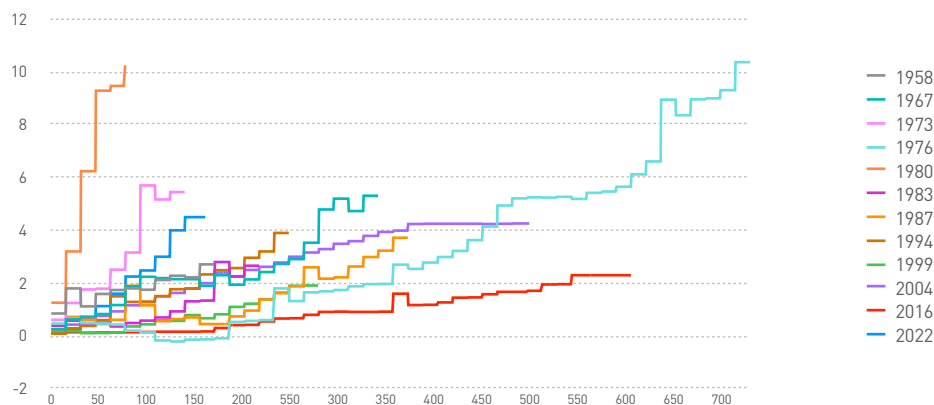
inflación). En este sentido, cabe destacar que se espera un aumento del desempleo contenido, donde la actual estrechez de los mercados laborales (tanto por las elevadas vacantes sin cubrir, como por el alto porcentaje de trabajadores que renuncian a sus puestos de trabajo) se encuentre con un nuevo punto de equilibrio desde la perspectiva tanto de la curva de Phillips (una política económica dirigida hacia la estabilidad de precios promueve el desempleo) como de la curva de Beveridge (la eficiencia en los mercados de trabajo lleva a que el mayor desempleo detraiga las ofertas de trabajo y el mercado laboral se reajuste para cubrir el *skill gap*). Sin embargo, las posibilidades de que el

aumento del desempleo resulte insuficiente para ralentizar las presiones sobre los salarios, así como para volver a equilibrar un déficit estructural de habilidades, podría llegar a requerir un deterioro adicional del mercado de trabajo que conduzca a una recesión más profunda (véanse las Gráficas 1.1.2-f y 1.1.2-g).

Política económica

Por lo que respecta a la política monetaria, se espera que, tras el notable endurecimiento de 2022, a lo largo de 2023 torne hacia un enfoque más dependiente a los datos, retomando las

Gráfica 1.1.2-h
Estados Unidos: ciclos de tipos de interés de política monetaria (%)



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

Recuadro 1.1.2
Actualización de política monetaria

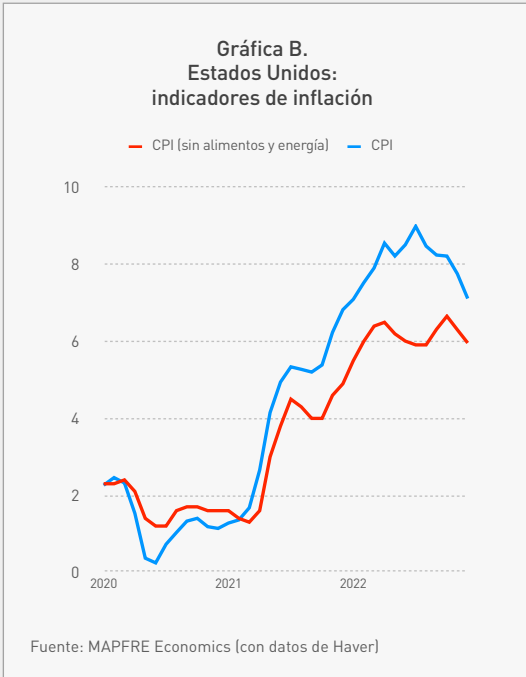
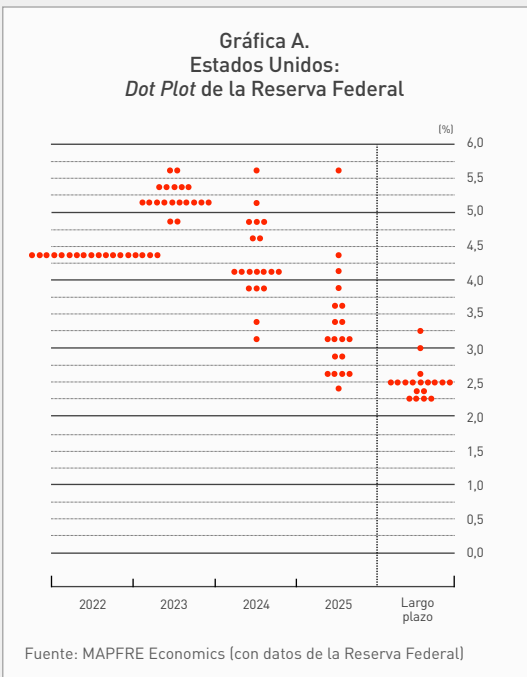
Reserva Federal

En su última reunión de 2022, la Reserva Federal de los Estados Unidos elevó los tipos de interés de referencia en 50 puntos básicos (pbs), reduciendo el ritmo del ciclo de ajuste actual y situando el rango en 4,25%-4,50%. En cuanto a las proyecciones respecto a la ruta futura de subidas, el *Dot Plot* del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) muestra unos avances modestos en 2023 que implicarían alcanzar un *tipo de interés terminal* del 5,1% (votado por unanimidad), seguido de un periodo sostenido de tipos en ese entorno, al menos hasta 2024, momento a partir del cual podrían ajustarse progresivamente a la baja (véase la Gráfica A).

En lo relativo al proceso de reducción de balance, la Reserva Federal mantiene el curso previsto de disminución de la tenencia de activos al ritmo establecido en septiembre, siendo de 95.000 millones de dólares al mes, a través 60.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y el resto en vencimientos de activos respaldados por hipotecas (MBS); no se anunciaron cambios en dicha cuantía ni en la composición de la cartera a la venta.

En lo que toca al plano macroeconómico, las estimaciones presentan pocos cambios. Se revisa al alza la actividad económica en 2022 hasta el 0,5%, y a la baja en 2023 hasta el 0,5% (frente a 0,2% y 1,2% anteriores). Por el lado de la inflación, se observa un ajuste moderado, con una mayor presión en los precios, tanto en 2022 como 2023, con un PCE esperado del 5,6% y 3,1%, respectivamente (frente a los 5,2% y 2,6% anteriormente estimados), y una inflación subyacente en la misma línea de persistencia (4,8% y 3,5% para ambos años) y cuyo retorno al rango objetivo no se produciría sino hasta el largo plazo.

Por lo que respecta a la narrativa, la Reserva Federal ofreció un lenguaje agresivo, destacando que, si bien el ritmo de ajuste es menor dado el efecto acumulado en lo que va de año, es necesario continuar restringiendo la política monetaria, con lo que las evidencias para un cambio de sesgo son por ahora insuficientes. La moderación de la inflación, según las últimas publicaciones, continúa en el buen sentido, aunque todavía no aseguran un control de precios, con el riesgo de una espiral salarios-precios que todavía se mantiene vigente (véase la Gráfica B).



**Recuadro 1.1.2 (continuación)
Actualización de política monetaria**

Valoración

La reunión de la Reserva Federal ofreció una línea similar a la indicada en septiembre (desaceleración, inflación y condiciones financieras más estrictas por más tiempo). Sin embargo, cabe destacar algunos aspectos diferenciales que provocan cierto desacoplamiento respecto a las expectativas implícitas de los mercados de futuros con una anticipación de recorte más temprana y un *tipo de interés terminal* más benigno (véase la Gráfica C).

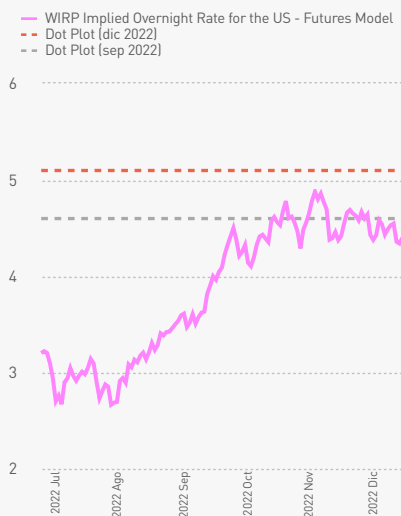
Por el lado del crecimiento, los últimos datos de actividad en los Estados Unidos han venido sorprendiendo al alza. Ello constata un mejor desempeño del inicialmente previsto en la recta final del año y, por tanto, ofrece un cierto margen adicional para endurecer el mensaje, hacer retroceder el empleo y aliviar la demanda agregada, refutando así la visión del FOMC, dado el factor endógeno y diferencial de recalentamiento que presenta la economía estadounidense.

En cuanto a la inflación, los datos de noviembre revelaron una nueva moderación tanto del índice general como del índice subyacente, extrayendo que la peor parte probablemente pueda comenzar

a verse en retrospectiva. No obstante, por un lado, la lectura de ambos indicadores continúa siendo históricamente elevada y todavía lejos del objetivo de la Reserva Federal y, por otro, y dada la mayor resistencia de la economía, el arraigo de la inflación subyacente podría mostrar un comportamiento similar apoyado en: (i) componentes persistentes, ya que la inflación tanto de la vivienda como del alquiler, así como de los servicios, continúa sin moderarse; (ii) el impulso rezagado de los salarios (los salarios reales cayeron por vigésimo mes consecutivo) en un mercado que, según los datos oficiales, sigue siendo robusto, y (iii) el efecto de la reapertura China, *a priori* neutro, por el impacto inflacionario sobre las materias primas frente al efecto deflacionario por la mejoría de las cadenas de suministro (pero con los insumos básicos presionando de forma más inmediata, dado su impacto como primer eslabón de la cadena productiva).

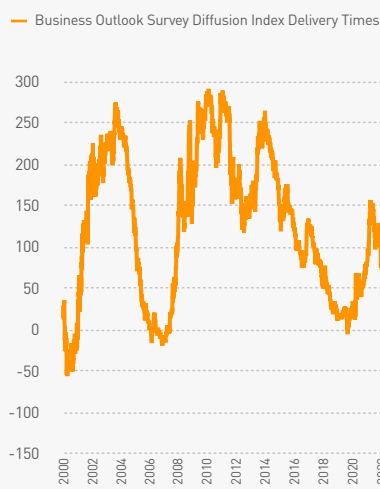
Por lo que toca a las condiciones financieras más estrictas, con todo lo anterior y bajo el supuesto aún vigente de aterrizaje suave tal como espera la Reserva Federal, los desequilibrios entre oferta y demanda todavía tienen sus implicaciones en los precios y el espacio restrictivo sigue siendo evidente. A corto plazo, esto puede generar

**Gráfica C.
Estados Unidos: Dot Plot vs futuros 2023**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

**Gráfica D.
Estados Unidos: diferencial de tipos de interés 2y-10y**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Recuadro 1.1.2 (continuación)
Actualización de política monetaria

nuevas tensiones en los mercados en términos de valoración hasta que la rectificación de la demanda sea más evidente y se constate una mejoría más sostenida en el tiempo. A medio plazo, y dado que el cambio de juego todavía requiere de tiempo, la tendencia marcada por condiciones financieras restrictivas seguiría primando y, con ella, las probabilidades de un “accidente” que revierta aceleradamente el proceso (véase la Gráfica D).

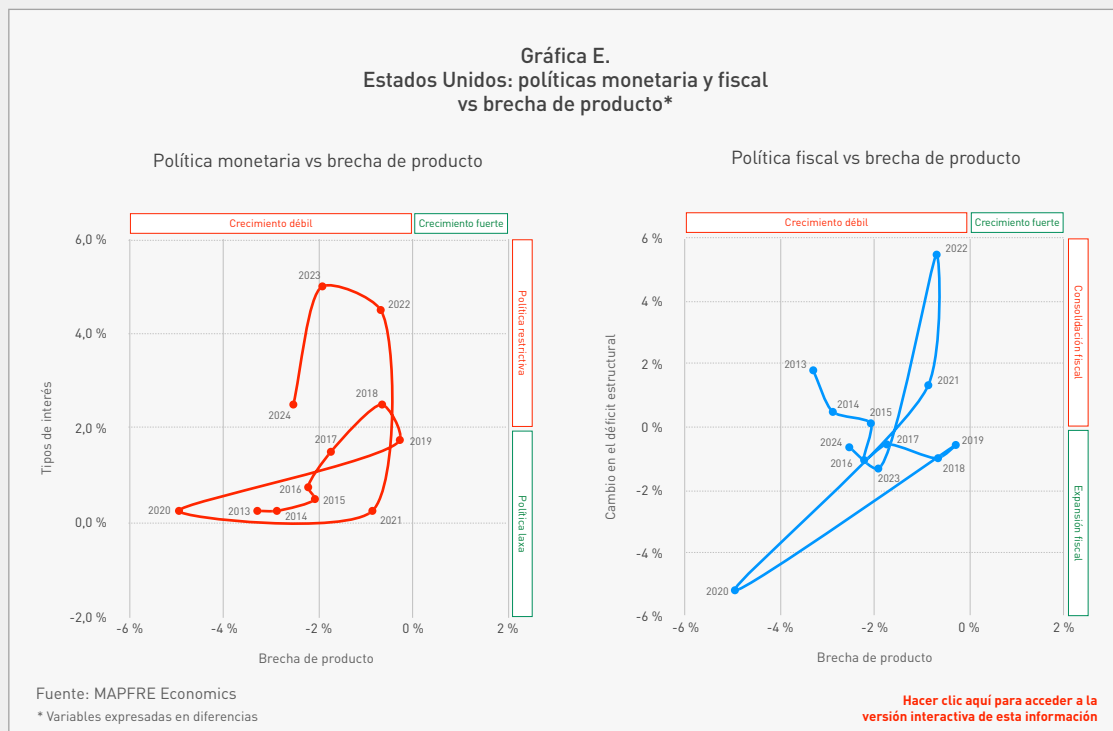
Momento cíclico

La Gráfica E ilustra el sesgo monetario que, desde la pandemia, ha ido reajustándose en Estados Unidos a medida que las presiones inflacionarias crecían y la brecha del producto se acortaba. En cuanto al cambio de sesgo, se espera que llegue después de 2023 con una inflación más controlada (3,9% en 2023 y 2,5% en 2024), una brecha del producto aún en terreno negativo y el cierre de la brecha con el tipo dictaminado por la regla de Taylor tras un ciclo monetario históricamente acelerado y agresivo.

En lo que se refiere a la política fiscal, se espera una consolidación; esta directriz se plas-

mó claramente en la Ley de Reducción de la Inflación en agosto de 2022, donde se estableció la disminución del déficit fiscal a través de nuevos impuestos sobre las grandes corporaciones y fortunas, que cubrirían también el proyecto climático de producción energética interna (reducción de las emisiones de carbono en 40% para 2030 y la promoción de energías renovables) disminuyendo así la presión sobre los precios. Esta medida proteccionista merece ser tratada con cuidado, ya que, por un lado, producir con menor eficiencia que el mundo puede elevar el precio del producto protegido por Ley y, por otro lado, generar una tendencia que pueda ser imitada por otros países que se sientan perjudicados por esta política de sustitución de importaciones. Asimismo, el contexto político derivado de las elecciones legislativas a mitad de mandato también propiciará la consolidación fiscal, al eliminarse la opción de los Demócratas (anteriormente en control de las dos cámaras del Congreso) de una conciliación presupuestaria en el Senado. Al respecto, se espera que la nueva mayoría republicana en la Cámara de Representantes y la ampliación de la mayoría de los demócratas en el Senado genere un bloqueo político que derivará en la

Gráfica E.
Estados Unidos: políticas monetaria y fiscal vs brecha de producto*



**Recuadro 1.1.2 (continuación)
Actualización de política monetaria**

contención de la política fiscal expansiva de la administración Biden y el giro del sistema hacia la promulgación de leyes de corte bipartidista. Sin embargo, es importante señalar que el congreso estadounidense es una institución muy reactiva hacia los acontecimientos económicos o de seguridad nacional inesperados y, en un contexto de posible recesión para el próximo año, es posible que las prioridades legislativas cambien.

De esta forma, tanto las medidas de balance como de liquidez han profundizado el sesgo monetario contractivo durante 2022 y se ha consolidado la deuda pública, dados los mayores costes de financiación. No obstante, se espera un cambio del sesgo fiscal para 2023 en un contexto donde la brecha del producto sigue siendo negativa y se requeriría de la expansión fiscal para sopesar los efectos aún recesivos del sesgo monetario.

Banco Central Europeo

En su reunión del 15 de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) anunció un incremento en los tipos de interés, los cuales pasaron a ubicarse en el rango de 2,5% para operaciones principales de financiación y 2,0% en facilidad de depósito. De cara a 2023, se espera que los movimientos sigan siendo de alza sostenida hasta alcanzar (al menos en términos de futuros tras la falta de indicaciones) el rango revisado del 3,0%-3,5%, sosteniendo una política monetaria suficientemente restrictiva como para garantizar un regreso de la inflación al objetivo del 2%.

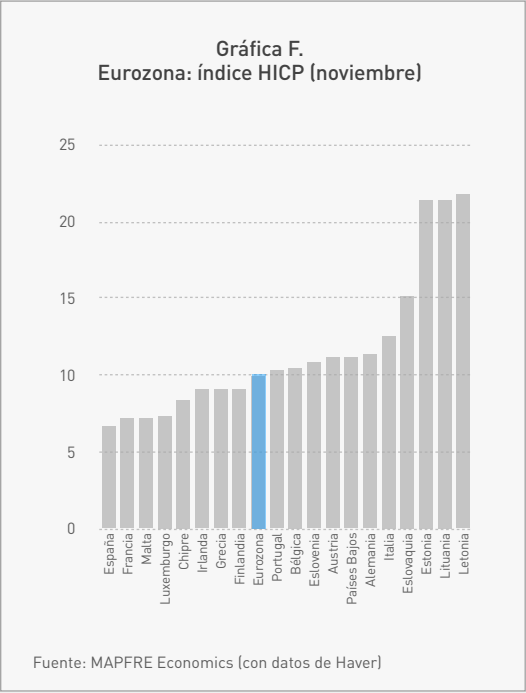
Respecto al programa de compras de activos, aunque seguirá siendo flexible en su reinversión el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP), según sea necesario hasta 2024, el BCE anunció la reducción de su cartera en el Programa de Compra de Activos (APP) que, a partir de principios de marzo de 2023, disminuirá a un ritmo de 15.000 millones de euros mensuales de media, hasta finales del segundo trimestre de 2023, fecha en la cual tanto el ritmo como la composición serán revaluadas. Por lo que respecta a las TLTRO's, se espera que sigan el curso iniciado en la anterior reunión (con el objetivo de incentivar su devolución anticipada) y a través del cual se han

reembolsado hasta la fecha 745.000 millones de euros. Por último, en lo relativo al mecanismo "antifragmentación" anticipado en julio pasado por el BCE, no se incluyó ninguna indicación adicional sobre su potencial actividad, *triggers* o funcionamiento bajo un balance en retroceso.

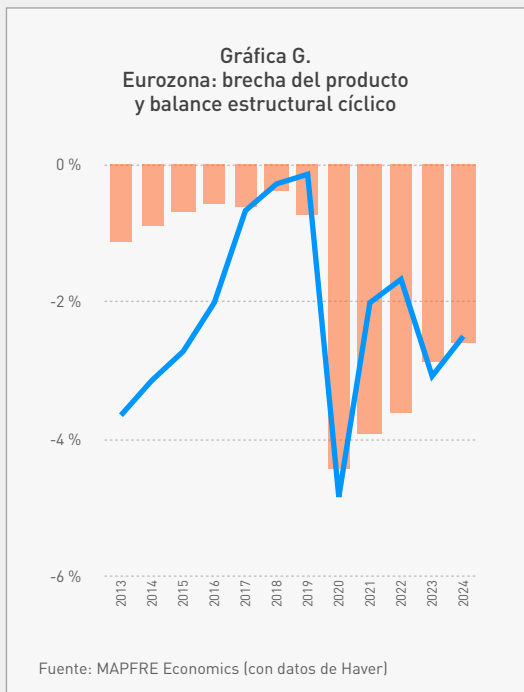
En el plano macroeconómico, las nuevas proyecciones del BCE prevén una inflación del 8,4 % en 2022, que disminuiría al 6,3 % en 2023 y al 3,4 % en 2024 (frente a la senda de 6,8%, 3,5% y 2,1% prevista anteriormente). En cuanto a las previsiones de crecimiento económico, el BCE ha situado las estimaciones de 2022 en el 3,4% (desde el 2,8% anterior), para 2023 en el 0,5% (desde el 2,1%) y para 2024 en un 1,9% (desde el 2,1% previo), incorporando así en las previsiones una recesión, *a priori* relativamente breve y poco profunda.

Valoración

Como en el caso de la Reserva Federal, el BCE mostró también un lenguaje de línea dura en su última rueda de prensa, señalizando un ciclo de endurecimiento con todavía camino por recorrer y de forma más prolongada en el tiempo para reconducir las perspectivas de una inflación en



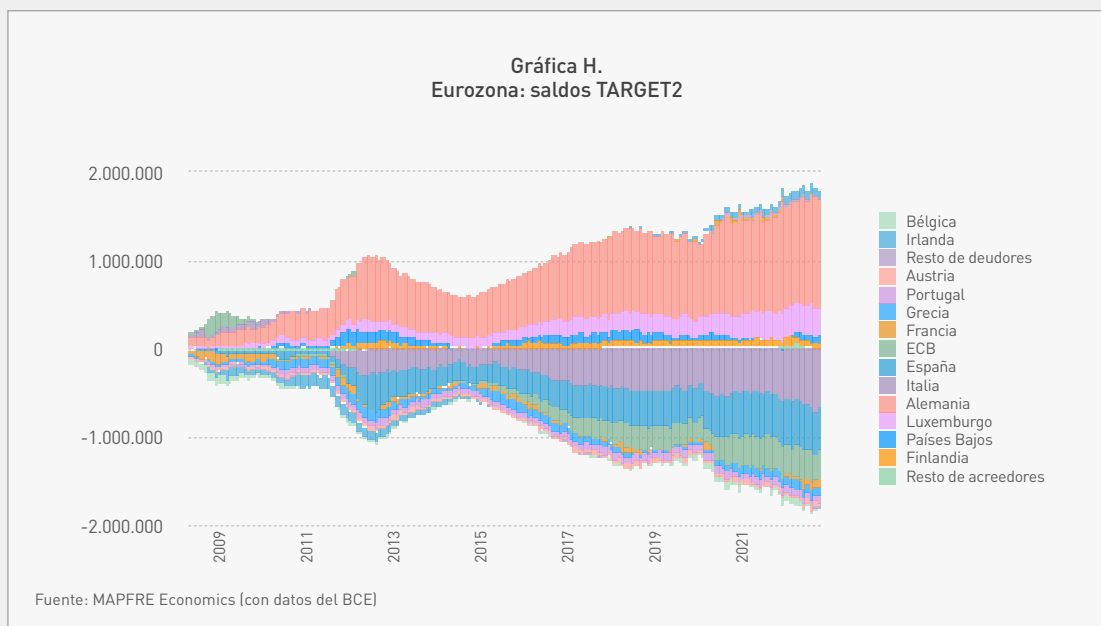
Recuadro 1.1.2 (continuación)
Actualización de política monetaria



divergencia en la zona euro, aunque impulsada mayormente por el factor energético, todo ello a pesar del panorama de estanflación y los riesgos de recesión. Al mismo tiempo, enfatizó en la necesidad de cerrar la brecha fiscal actual dado el sentido opuesto de la política monetaria actual.

En lo que respecta a la inflación, la dominancia del *shock* energético sigue siendo el problema principal y, dada la batería de medidas adicionales recientemente aprobada (tope al gas ruso, acuerdo sobre partes clave del "Mecanismo de Ajuste Fronterizo de Carbono" y el más reciente acuerdo que contiene el noveno paquete de sanciones contra Rusia), la amenaza de nuevas distorsiones en los precios se podría prolongar en términos de un componente estructuralmente inflacionario a largo plazo. En ese caso, y bajo el enfoque de la curva de Phillips, a pesar tanto las rigideces del mercado laboral como de unas presiones sobre los salarios reales que permanecen inalteradas, esta divergencia podría comenzar a desanclarse a lo largo de 2023, bajo un patrón de efectos de segunda ronda igualmente fragmentado (véase la Gráfica F).

En la misma línea, y dado el amortiguador económico que ha supuesto la política fiscal durante 2022, este impulso comenzará a disolverse a lo largo del año moviéndose hacia un terreno más neutral (véase la Gráfica G), a pesar de que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento queda suspendido hasta fines de 2023. Si bien esta es la línea general, los llamados países "frugales" y con amplio margen fiscal podrán deteriorar sus posiciones en forma de apoyo más amplio, mientras que los países más endeudados y con sendas de sostenibilidad



Recuadro 1.1.2 (continuación)
Actualización de política monetaria

más frágiles encontrarán mayores limitaciones desde el punto de vista del acceso a la financiación, aunque con el todavía apoyo de los fondos del NGEU.

En consecuencia, y dado el anuncio de reducción de balance del BCE a partir de marzo, la posibilidad de desencadenar movimientos compensatorios divergentes en los costes de financiación se incrementa, al tiempo que la efectividad del mecanismo “antifragmentación” cuenta con un viento de cola antes de tan siquiera haberse hecho efectivo. En suma, y si bien todavía no se conocen los detalles del programa de venta de activos, el punto de partida es un crecimiento desigual, bajo tasas de inflación divergentes y una expansión-austeridad fiscal asimétrica a la que se suman los desequilibrios de saldos ya acumulados en el TARGET2, regidos por la ley alemana (véase la Gráfica H).

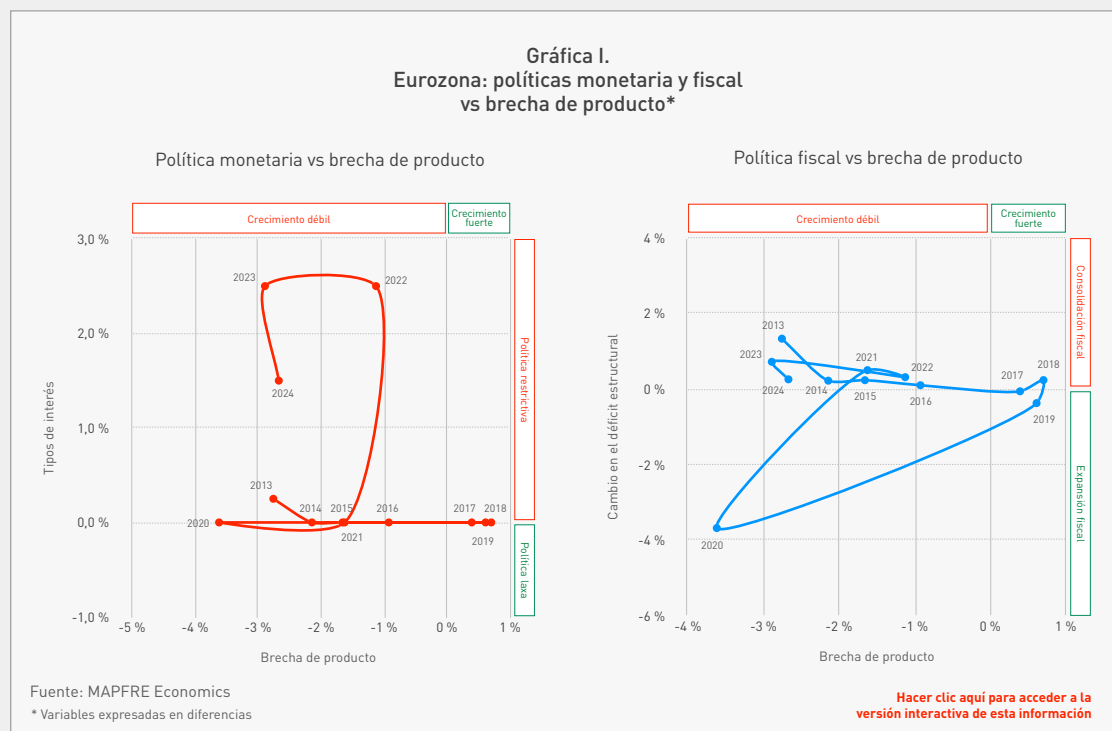
Momento cíclico

La Gráfica I ilustra cómo la política monetaria restrictiva en la Eurozona se activó en 2021 ante la imposibilidad de mantener el tipo refi en 0,0%,

por la creciente inflación cimentada en el componente energético. En este sentido, dadas las expectativas de inflación del BCE que prevén que esta se mantenga alta aún para 2023, se justifica el mantenimiento de la política restrictiva, a pesar de la brecha del producto negativa. En este sentido, se espera que la brecha respecto al tipo de Taylor disminuya y pueda producirse un cambio en el sesgo monetario a partir de 2024.

Por otro lado, el vicepresidente del BCE, Luis de Guindos, ya ha alertado de los problemas que pueden surgir ante una política fiscal expansiva en los gobiernos europeos, ya que propiciaría mayores subidas de los tipos de interés de los mercados poniendo en riesgo la estabilidad financiera. En relación con esto, la política fiscal europea hasta ahora ha seguido una senda expansionista, principalmente ante la necesidad de promover energías alternativas y renovables que disminuyan su dependencia energética, así como la promoción de la transformación digital. Por ello, se plantea el nuevo reto de hacer frente a las necesidades de emisión de deuda de la zona euro, en un contexto de inevitable aumento de las primas de riesgo (y, por ende, de

Gráfica I.
Eurozona: políticas monetaria y fiscal vs brecha de producto*



**Recuadro 1.1.2 (continuación)
Actualización de política monetaria**

encarecimiento de los costes de financiación), que tendrá que ser absorbida por inversores privados a cambio de exigencias bastante elevadas. Si bien la inyección de los fondos NGEU está frenando momentáneamente el mayor endeudamiento de los gobiernos europeos, resulta clave el reajuste fiscal en las economías de la Eurozona para tener menores requerimientos de deuda (que será más cara en 2023) e ir en concordancia con la política monetaria y, de esta forma, mantener la estabilidad del sistema financiero.

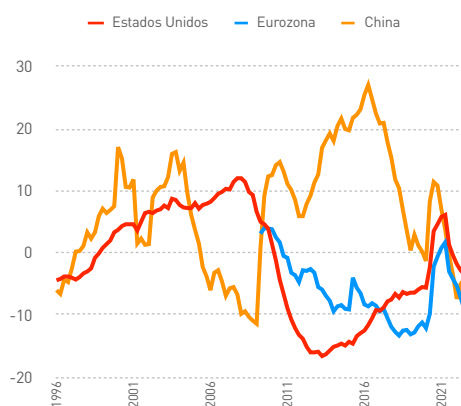
Por último, desde el déficit estructural cíclico de 2020 producido por la recesión por la pandemia del Covid-19, el balance cíclico se ha mantenido en un ligero superávit, pese a la clara política fiscal expansiva realizada por las economías de la Eurozona. Además, la brecha del producto se prevé negativa para 2023 y 2024, por lo que se espera que el nivel de gasto se mantenga y la preocupación recaiga sobre las fuentes de financiación.

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

preocupaciones por la pérdida de actividad económica en detrimento de unas presiones de inflación decrecientes, de tal forma que progresivamente se vaya revirtiendo cierto grado de endurecimiento hacia un estado de neutralidad monetaria más amplio. Con esto, la orientación de la política monetaria continuará gravitando en torno a las preocupaciones sobre el control de la inflación en los primeros meses del año (condición que debe constatarse como ineludible al aproximarse a las tasas de inflación objetivo), para dar paso en la segunda mitad del año, no a un evento "pivote", sino a una postura menos dura y compatible con la

estabilidad financiera. El condicionante principal para este escenario continúa supeditado, por tanto, al riesgo de una inflación más persistente en el tiempo, a un desanclaje de expectativas que desemboque a efectos de segunda ronda y por la necesidad de un ajuste adicional en los mercados laborales ante la incapacidad para recuperar el estado de reequilibrio (véase el Recuadro 1.1.2). La política fiscal, por su parte, se espera continúe alineándose con la política monetaria, acompañando con medidas más selectivas y limitando su impulso en términos generales, aunque no se descarta la necesidad de avances adicionales que provoquen un mayor endurecimiento monetario, bajo el supuesto de una persistencia de la inflación que, en consecuencia, elevaría posteriormente la restricción de gasto hacia niveles de austeridad más profunda, a pesar del consecuente debilitamiento en términos de actividad económica.

Gráfica 1.1.2-i
Países seleccionados: ciclo de crédito
(crédito al sector no financiero / PIB)

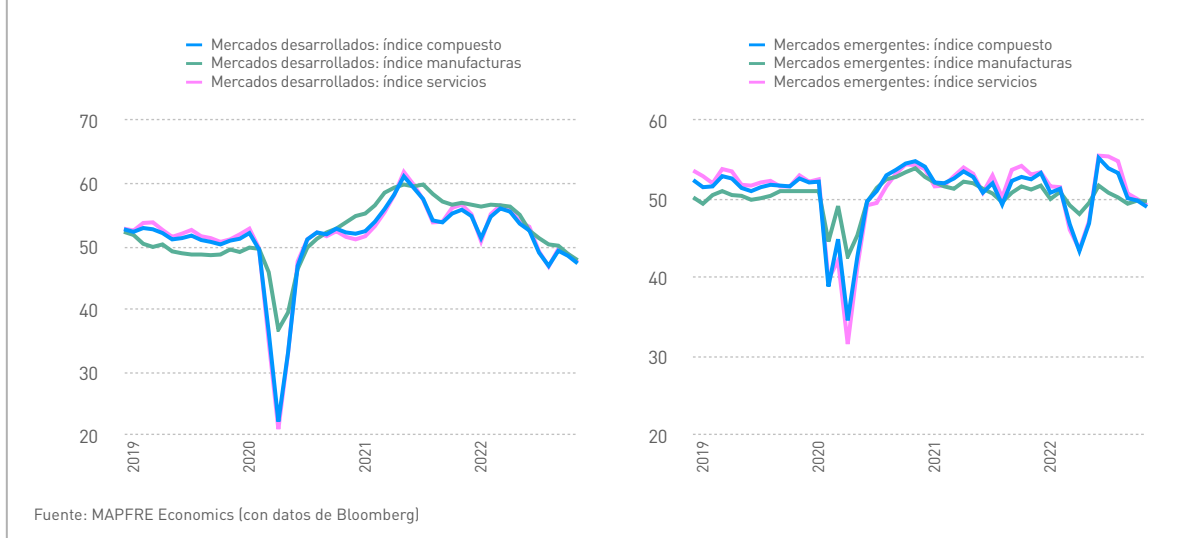


Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BIS)

1.1.3 Dinámicas regionales

En la actualización de previsiones de este informe, la confluencia de los factores endógenos y exógenos antes señalados incide en una revisión del crecimiento mundial al alza en 2022, hasta el 3,5% frente al 3,2% de nuestro informe anterior¹, y a la baja en 2023, hasta el 2,0% frente al 2,7%, con un repunte de la actividad en 2024 que permitiría elevar la previsión hasta el 2,7%. En términos de

Gráfica 1.1.3-a
Global: PMIs mercados avanzados y mercados emergentes



inflación, las previsiones de este informe comportan una revisión para ambos años situándose en 8,2 % y 5,6%, en 2022 y 2023, frente a los 8,8% y 6,5% de nuestro informe previo, mientras que de cara a 2024 las presiones inflacionarias se moderarían hasta el 3,1%.

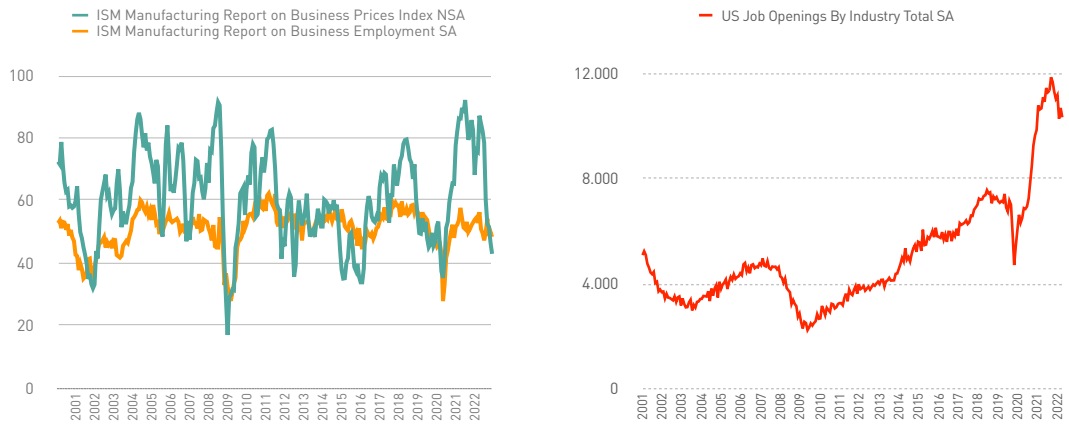
Los fundamentos de estas previsiones, que constatarían la entrada en un periodo de estancamiento global con avances moderados de actividad económica desvaneciéndose hasta niveles por debajo del potencial y el sostenimiento de una senda de precios elevada de forma prolongada, se basan en dos factores. De una parte, en una breve contracción en las economías desarrolladas y una recuperación de intensidad limitada, especialmente en Europa, donde tanto la Eurozona como el Reino Unido afrontan unas perspectivas más sombrías. Y, de otra, en una aportación residual de parte de la economía de América Latina, con contribuciones modestas y asimétricas, y en el apoyo del pilar fundamental de Asia (ex-Japón) como principal foco de contribución positivo, tracción a la que se reintegra China tras la mejora de sus perspectivas. Las presiones sobre los precios, por su parte, continuarán acompañando a las previsiones durante un ciclo más largo debido fundamentalmente a componentes estructurales, así como a factores de duración más definida pero ya permeados en la canasta subyacente, tal y como se avanzaba en la edición previa de

nuestro informe *Panorama económico y sectorial*² (véase la Gráfica 1.1.3-a).

Estados Unidos

En Estados Unidos, a pesar de la resiliencia económica mostrada a lo largo del segundo semestre, se prevé que las vulnerabilidades macroeconómicas se manifiesten de forma más intensa a lo largo de 2023, con una pérdida de dinamismo hasta afrontar una recesión corta y no muy profunda, aunque suficiente para cerrar el cómputo anual en positivo, 0,1% (0,2% en nuestro informe del trimestre anterior), seguida de una recuperación liviana en el año siguiente (0,9% en 2024). Los efectos rezagados de una política monetaria más restrictiva y duradera supondrían un fuerte freno para la actividad y el empleo, agravando la contracción de los ingresos reales, aunque aliviando los componentes endógenos de la inflación hacia un terreno de mayor control por parte de la Reserva Federal. El riesgo a la baja descansa en una inflación más persistente por el *pass-through* de los salarios, acompañada de un empleo resiliente que siga sorprendiendo al alza y que accione un endurecimiento de las condiciones financieras más agresivo, desembocando en un escenario de aterrizaje fuerte e incrementando las probabilidades de un eventual accidente financiero (véase la Gráfica 1.1.3-b).

Gráfica 1.1.3-b
Estados Unidos: indicadores de empleo



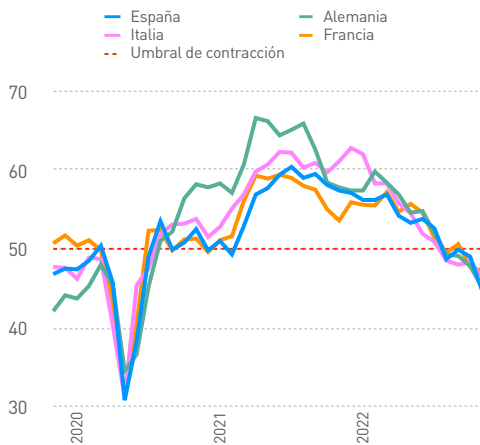
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Eurozona

En la Eurozona, a pesar de la mejoría de los últimos indicadores del año, así como a una mayor eficiencia energética (apoyada por un clima más templado de lo habitual), la inercia de las previsiones se mantiene a la baja en actividad y al alza en inflación, con perspectivas de una entrada en recesión técnica de forma más inmediata, de carácter más profundo y seguida de una recuperación con altas probabilidades de desilusionar, llevando el cómputo anual de 2023 al territorio negativo, hasta el -0,1% (frente al 0,0% previsto en nuestro informe anterior). En el mismo sentido, y dado el origen importado de la inflación, se

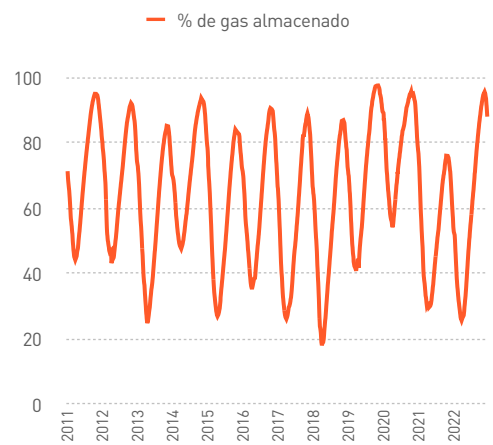
prevé una posición de control más tardía de la misma por parte del Banco Central Europeo (BCE), y cierta disonancia entre las políticas fiscales de los distintos países miembros. De cara a 2024, se espera que la senda de recuperación continúe lastrada por factores idiosincrásicos y se establezca en un camino de producción más bajo. Para el conjunto de la zona euro, los riesgos también se posicionan a la baja, tanto por el lado de una inflación que se acelere impulsada por nuevos shocks y por la retroalimentación de factores endógenos (efectos de segunda ronda), así como por los efectos de una política fiscal desorganizada y en conflicto con la política monetaria (véanse las Gráficas 1.1.3-c y 1.1.3-d).

Gráfica 1.1.3-c
Países seleccionados: PMIs manufactureros



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.1.3-d
Global: gas almacenado (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

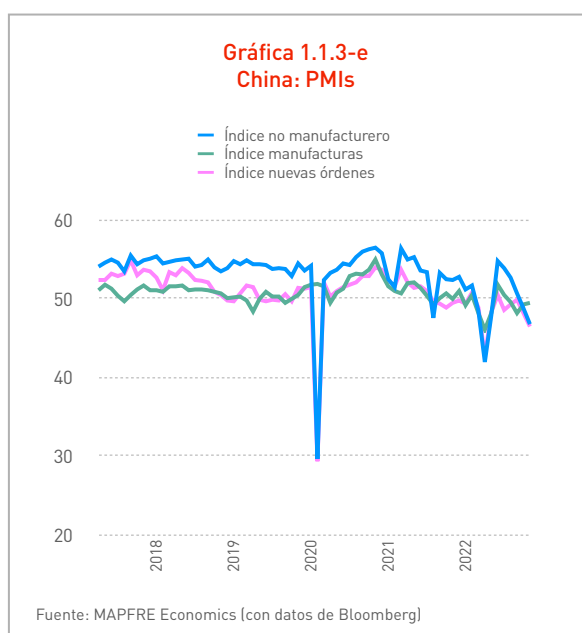
China y el resto de los mercados emergentes

Por lo que respecta a la economía de China, la eventual reapertura económica con la relajación progresiva de las restricciones hacia una senda de convivencia con el Covid-19, sumada a una postura de política monetaria favorable (mantener la liquidez y los costos de financiación estables), así como una mayor intervención del gobierno para proporcionar una cierta estabilidad al sector inmobiliario, podría ayudar a recuperar el papel amortiguador chino de la economía global e impulsar su contribución al crecimiento. No obstante, los riesgos permanecen: (i) un retorno a las políticas de contención de la pandemia, (ii) una posible afectación de las exportaciones por el deterioro del contexto global, y (iii) la persistencia de problemas en el mercado inmobiliario (véanse las Gráficas 1.1.3-e y 1.1.3-f).

En cuanto al resto del continente asiático, se espera que esta región económica siga ejerciendo de contrapeso en la moderación del crecimiento global, al tiempo que continúe gozando de una menor inflación que la mayoría de las economías del resto del mundo. Los riesgos se focalizan en el Cáucaso y Asia Central (por cercanía a riesgos derivados de la geopolítica), así como en los efectos colaterales en la demanda exterior a medida que la actividad económica mundial se debilita.

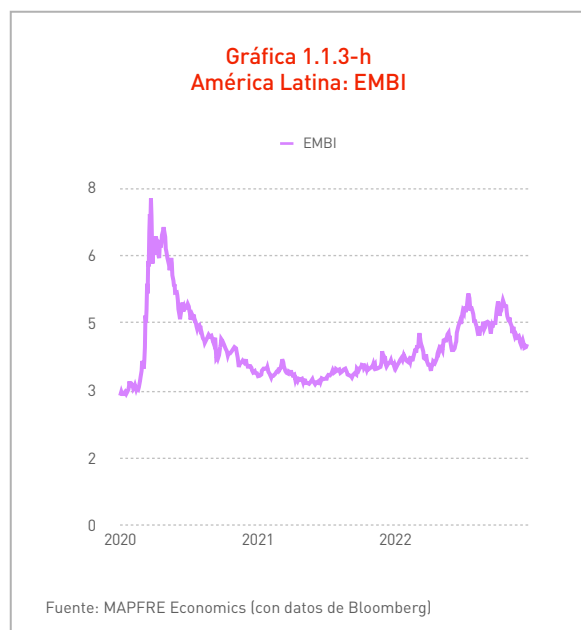
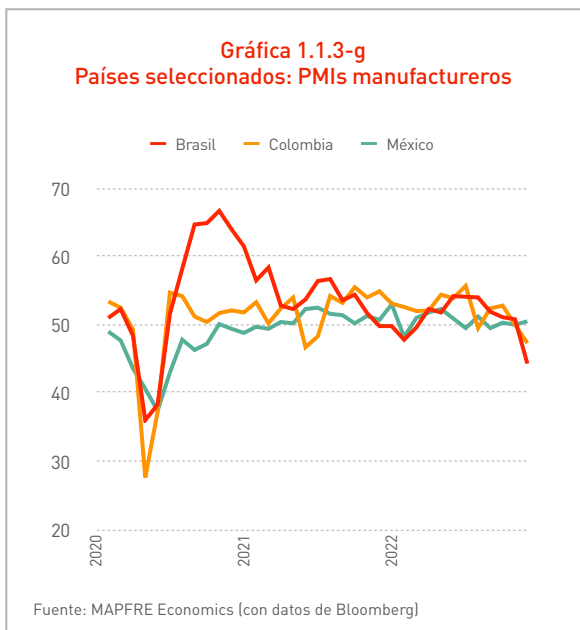
Por último, el desempeño de América Latina se ha revisado a la baja, a medida que la región se enfrenta a una serie de obstáculos y desafíos a lo largo de 2023. Por un lado, se encuentra la ralentización cíclica de la economía que se verá agravada por la pérdida de dinamismo exterior, aunque se espera que la contribución permanezca en positivo en los países exportadores de materias primas apoyada en el ciclo de precios que, si bien continuarán a la baja, podrían sostenerse en niveles por encima de tendencia y, por otro lado, las tensiones políticas internas, que podrían postergar la puesta en marcha de reformas fiscales e impactar en el consumo interno socavando la confianza del consumidor. En el lado positivo, la suma de una política monetaria anticipada (probablemente ya en su punto máximo) y un cambio de inflación más avanzado, sitúan las tasas de interés reales en terreno positivo, generando cierto margen de maniobra tanto en el caso de un repunte de los precios de las materias primas, que se refleje nuevamente en la inflación, como en el caso base, en un mayor espacio para reaccionar y acomodar condiciones más favorables al crecimiento. Los riesgos para esta región se sitúan en el impacto de la desaceleración global, una política monetaria de la Reserva Federal más dura (altamente correlacionada con eventos de turbulencias) y que evidencie las vulnerabilidades tácitas de ciertas economías (véanse las Gráficas 1.1.3-g y 1.1.3-h).

Gráfica 1.1.3-e
China: PMIs



Gráfica 1.1.3-f
China: impulso crediticio





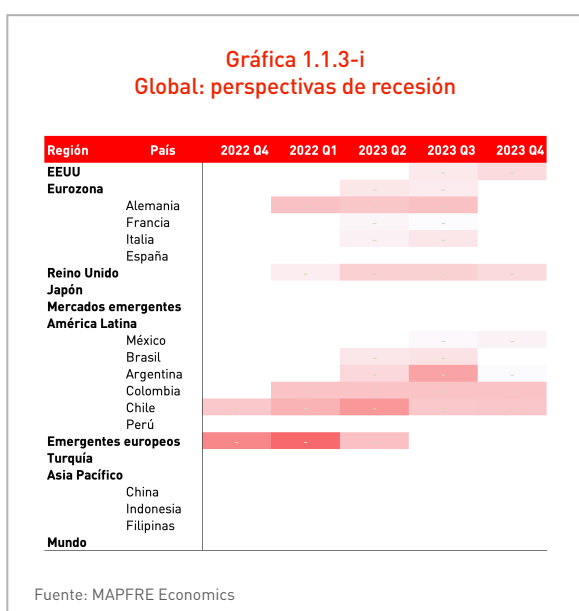
Con todo, la debilidad acusada a lo largo de 2022 en las economías desarrolladas, afrontando recesiones selectivas en una gran parte de ellas, y el insuficiente apoyo de los mercados emergentes, con la excepción de la región asiática (aunque no exenta de fragilidades), sumado a las dinámicas endógenas y exógenas no resueltas, continuarán marcando el 2023, confirmando la fase de entrada en una etapa de estancamiento global alimentada por riesgos que continúan inclinándose a la baja y con potencial suficiente para desencadenar un evento de recesión más amplio y profundo (véase la Gráfica 1.1.3-i).

1.1.4 Escenarios y previsiones

Escenario base

De cara a 2023, el presente informe mantiene un *escenario base* a corto y medio plazo de *estancamiento*, acompañada por la incursión en una serie de recesiones en ciertas economías, aunque de impacto limitado y menor que en eventos anteriores, seguido de un periodo de recuperación de baja intensidad. De esta forma, el escenario anticipa una gradual disipación de los riesgos de inflación que, si bien permanece en niveles elevados y por encima de los objetivos de los bancos centrales, suavizarían el ritmo de ajuste a la baja más rápidamente de lo anticipado, a medida que los problemas de insuficiencia de la demanda toman el relevo.

Por lo que respecta a la política fiscal, se espera una senda de menor expansión de forma amplia y generalizada que gradualmente se aproxime al terreno neutral, con la Eurozona más rezagada en el tiempo y manteniendo cierto tono expansivo durante 2023, dados: (i) los flujos de los fondos NGEU que continúan liberándose, (ii) la asimetría de las presiones inflacionarias y su consecuente amortiguación del *shock*, aunque considerando los espacios fiscales, y (iii) la capacidad de endeudamiento bajo las condiciones menos favorables y evitando eventos de dominancia fiscal con repuntes de las primas de riesgo.



La senda de política monetaria, por su parte, elevaría las tasas terminales de tipos de interés a raíz del mayor sesgo de endurecimiento revelado por los principales bancos centrales durante el primer semestre de 2023, llegando de cara al segundo semestre del año al 5%+ en Estados Unidos y al 3,5%+ en la Eurozona. En este sentido, la línea de base partiría de una relajación más temprana, en compensación con la pérdida de dinamismo de la actividad y unas presiones inflacionarias decrecientes. En las economías emergentes, se esperaría una dinámica similar, aunque anticipada debido al estado más avanzado de su ciclo monetario, con tipos de interés reales positivos.

En el terreno geopolítico, se prevé que el conflicto en Ucrania continúe al menos hasta el primer trimestre de 2023, con una desescalada gradual de avance lento y relaciones deterioradas con el bloque OTAN, que sostendría las sanciones actuales al menos durante todo el horizonte de proyección. Con ello, y sumado al debilitamiento de la demanda global, se sostendría una presión a la baja sobre los precios de las materias primas, aunque estas se estabilizarían en un nivel superior a los de largo plazo.

Escenario estresado

Por otra parte, en el *escenario estresado* (escenario de riesgo) considerado en este informe, la senda de crecimiento diverge respecto al escenario base a niveles que sitúan el crecimiento global en 2023 a una tasa en torno al 1,2%. El supuesto descansa en una caída de la demanda global más abrupta de lo anticipado, con presiones inflacionarias más intensas y duraderas, una política fiscal que permanece expansiva y una política monetaria contrapuesta y más agresiva.

En el marco de la actividad, conforme a este escenario de riesgo las economías desarrolladas eludirían un aterrizaje suave y la erosión permanente del poder adquisitivo conllevaría a una contracción del consumo no compensada por una nueva ronda de expansión fiscal. Las economías emergentes, si bien se verían beneficiadas por un ciclo de materias primas con precios altos, no eludirían el deterioro por falta de demanda exterior, con un intercambio menor a precios elevados, pero insuficientes. El soporte de la economía global continuaría

ubicado en Asia, aunque con menor intensidad en China, que retrocede en su contribución al crecimiento global en virtud de nuevos *shocks* endógenos. Así, la pérdida de dinamismo de la región sería notable y no lograría sostener el crecimiento global por encima de niveles de expansión.

En este escenario alternativo, la inflación en 2023 se mantendría con tasas por encima del 5% en Estados Unidos y del 7% en la Eurozona, y en entornos de 8,1% en los mercados emergentes. El factor principal volvería a recaer sobre los precios de las materias primas, con la energía liderando el desequilibrio por factores de oferta. A su vez, las compensaciones salariales se tornarían suficientes para desencadenar efectos de segunda ronda sobre la inflación, aunque insuficientes para equilibrar la brecha real acumulada. Los factores deflacionarios de esta pérdida de la demanda agregada serían compensados con una nueva ronda de medidas de protección fiscal, principalmente extensa en Reino Unido y en la Eurozona (por el déficit estructural energético y de otros insumos que no consigue revertirse hasta 2024).

En consecuencia, bajo este escenario la política monetaria ejercería un endurecimiento adicional, alcanzado tipos reales positivos en Estados Unidos y una aceleración en el drenaje de liquidez con las herramientas de balance. En la Eurozona, los tipos de interés reales se mantendrían en terreno negativo, pero el *tipo de interés terminal* superaría el 4% a finales de 2023, al tiempo que el balance del BCE iría reduciéndose a ritmo progresivamente ascendente desde los 15.000 millones de partida en el primer trimestre del año. Cabe señalar que este escenario no conduciría a un efecto de dominancia fiscal, aunque sí generaría una amplia brecha en los diferenciales de crédito y una fragmentación selectiva en niveles controlados en el rango bajo del TPI (mecanismo antifragsión).

El cambio en las condiciones financieras y la menor liquidez conllevarían a una volatilidad implícita que elevaría el VIX a niveles de 40, con la media anual cercana a 30. La inferencia resultaría en una corrección de 2 sigmas en los activos de riesgo que, en esta ocasión y aunque de forma moderada, serían factores suficientemente profundos como para

contagiar al sector inmobiliario. El racional del escenario de riesgo conllevaría a un dólar apreciado frente al resto de monedas, en un *flight-to-quality* con las divisas emergentes confrontando una salida de flujos similar a *shocks* anteriores. Las curvas de tipos de interés, por su parte, profundizarían en primera instancia la inversión actual por plazos por el repunte de los tramos cortos, transitando hacia un aplanamiento a medio y largo plazo, a medida que el *tipo de interés terminal* deja atrás su máximo cíclico.

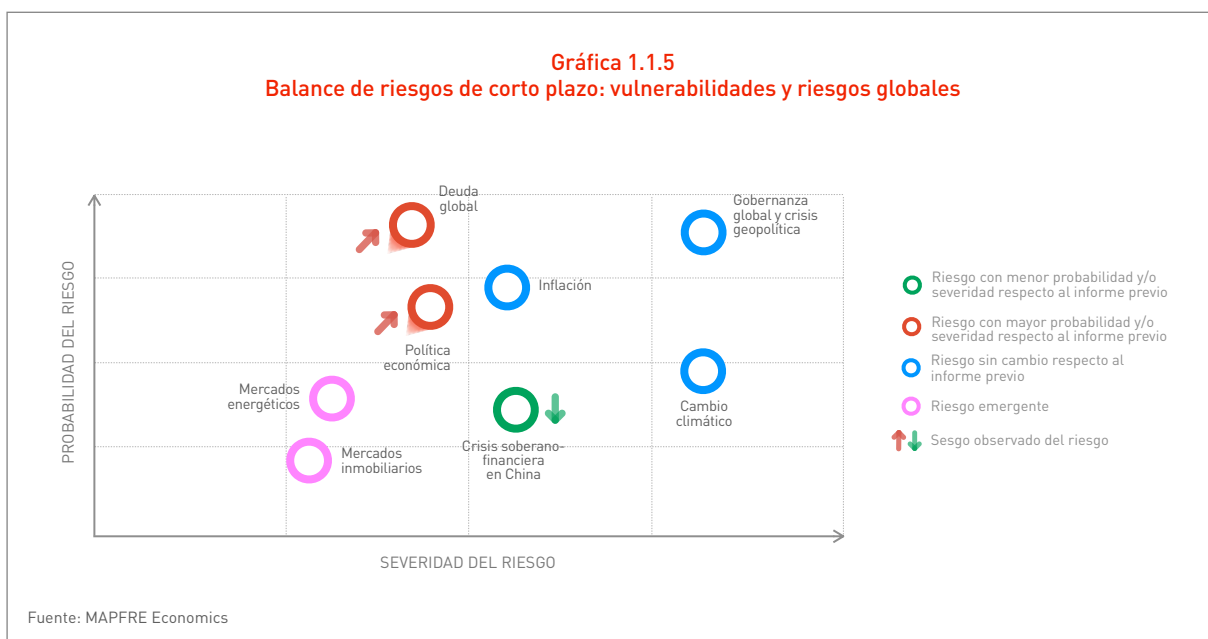
1.1.5 Balance de riesgos

Existen varios posibles detonantes adicionales para la economía global en las perspectivas de 2023, los cuales se ilustran esquemáticamente en el mapa de riesgos de la Gráfica 1.1.5.

Gobernanza global y crisis geopolítica

Desde el punto de vista de la gobernanza y geopolíticas globales, existen varios retos inminentes para la estabilidad global. En primer término, la situación OTAN-Rusia, en un contexto en el que el conflicto en Ucrania se cristaliza y, aun con una solución a lo largo de 2023, las relaciones comerciales no parece que puedan volver a la normalidad pre-conflicto y, con ello, los precios del gas y las relaciones comerciales Unión Europea-Rusia. Además, existen otros conflictos en la misma línea que pueden eclosionar en 2023, como son los

problemas en la Transnistria, Nagorno-Karabakh y Kosovo. En segundo lugar, se sitúan las nuevas rondas de sanciones que, aunque efectivas, pueden dar resultados parcialmente no deseados en términos de gestión de medios de pago (contra el dólar) y de una reestructuración de canales comerciales globales. Los límites a los precios de hidrocarburos y la tibia reacción del resto de concurrentes internacionales es un ejemplo de esta potencial situación. En tercer lugar, se encuentra la gobernanza de la Unión Europea, que se sitúa ante una difícil vuelta hacia la disciplina fiscal en 2023, la cual se suma a la retirada de compras de activos financieros por parte del BCE en un contexto de menor crecimiento. Los efectos de dominancia fiscal pueden reactivar las primas de riesgo, por lo que la activación de mecanismos de alivio comunitarios (cortafuegos) es recomendable frente a las alternativas del pasado (austeridad) que sirvieron para aumentar el riesgo de fragmentación. En cuarto lugar, está la situación en Estados Unidos, ante unas elecciones difíciles de gestionar dada la animosidad partisana fraguada desde la era Trump y que, en todo caso, dificultará la aprobación de nuevas medidas fiscales y de cooperación trasatlántica. Y, finalmente, en América Latina está la victoria de Luiz I. Lula da Silva en Brasil, la cual afianza la presencia de gobiernos nominalmente de izquierda en la región, así como el escrutinio de las cuentas públicas por parte de los mercados ante el riesgo de una política fiscal no balanceada (véase el Recuadro 1.1.5-a).



Deuda global

En el tercer trimestre de 2022, la deuda global volvió a descender en 10 billones de dólares, hasta situarse en 290 billones de dólares, esto es, el 343% con relación al PIB y en torno a 22 puntos porcentuales (pp) por debajo de su máximo de 2021. En los mercados desarrollados, la disminución con relación al PIB fue de 3 pp, y fue liderada por la deuda de los gobiernos y los hogares. En el caso de los mercados emergentes, sin embargo, tuvo lugar un nuevo incremento de 2,2 pp respecto al PIB, en gran parte por el mayor endeudamiento de las empresas financieras y, en menor medida, por las no financieras, destacando como obstáculo la fuerte depreciación acumulada de las monedas en su comparativa frente al dólar. En el caso de China, el ratio de endeudamiento alcanzó un nuevo máximo histórico, con un 352% del PIB, y sus contribuciones al incremento siguen registrándose en todos los sectores y, de manera particular, en el sector financiero.

A medida que los costes de financiación se consolidan bajo tipos de interés restrictivos como medida para combatir las presiones sobre los precios, y se presenta una menor absorción de pasivos en los balances por parte de los principales bancos centrales de todo el mundo, las nuevas emisiones se enfrentan a un mayor escrutinio en términos de sostenibilidad. En los mercados desarrollados, si bien el sector privado no financiero goza de una mejor posición, los emisores gubernamentales, aun con políticas fiscales expansivas como amortiguador de la pérdida de poder adquisitivo por la inflación, se enfrentan a: (i) refinanciaciones con un coste del servicio de la deuda al alza, (ii) montos crecientes por políticas contracíclicas persistentes, y (iii) un contexto macroeconómico adverso. Con ello, el riesgo de "círculo vicioso" de la deuda se incrementa y el escrutinio de los mercados se vuelve altamente sensible a las sendas de estabilidad propuestas. Por otra parte, en los mercados emergentes la depreciación de las monedas frente al dólar supone un desafío adicional, cuyo alivio a más corto plazo se centra en la reestructuración del perfil de vencimiento de la deuda, siendo la vulnerabilidad tácita el endeudamiento en dólares, reservas internacionales insuficientes y cuentas corrientes con necesidades de financiación.

Política económica

A medida que la Reserva Federal y los bancos centrales del G10 se adentran en el terreno restrictivo de la política monetaria en su intento por contener la inflación, se enfrenta la disyuntiva cada vez más palpable sobre cuánto erosionar la demanda agregada y, con ello, el crecimiento global, y qué niveles de inflación son compatibles con unas expectativas a medio y largo plazo. En este sentido, y si bien las tasas de inflación comienzan a dejar atrás sus puntos máximos, las fragilidades en los activos de riesgo y las señales de alerta de un eventual accidente financiero continúan acumulándose de la mano de un retorno a la normalidad que continúa desequilibrado por una menor capacidad productiva todavía no recuperada y depresores de la demanda aún por manifestar su impacto dado el efecto retardado de la política monetaria.

Bajo este escenario, la narrativa actual sostiene la existencia de una brecha entre las perspectivas de los diseñadores de la política monetaria (más inflación, tipos de interés más altos y durante un periodo más extenso debido a un horizonte estructuralmente complejo) y la contrapuesta por el consenso (inflación simétricamente reduciéndose por fuerzas deflacionarias, recortes de tipos de interés en 2023 y vuelta a las dinámicas de la antigua normalidad prepandemia). Todo ello, se materializa en unas curvas de tipos de interés que muestran una pendiente de rendimientos cada vez más invertida, reflejando discrepancias de seguridad entre plazos, a una calidad crediticia constante, y que denotan una señal adelantada y ampliamente aceptada de recesión. En este sentido, y sumado al drenaje de liquidez adicional mediante las políticas de reducción de balance en marcha, el margen para continuar ampliando estas diferencias por una sobreacción de los bancos centrales puede dar lugar a que la señal actual de contracción económica en el horizonte cercano gane inclinación, indicando una contracción mucho más profunda de lo anticipado.

Crisis soberano-financiera en China

La esperada relajación de las restricciones por el Covid-19 en China dotan de un mayor potencial de desempeño a la economía asiática, liderado por una previsible liberación

Recuadro 1.1.5-a Entorno geopolítico: los retos globales 2023

Es difícil predecir con certeza cuáles serán los principales retos geopolíticos en 2023, ya que dependerán de una amplia gama de factores que pueden cambiar rápidamente. Sin embargo, a partir de las tendencias y problemas actuales, hay varios retos que podrían surgir o adquirir mayor importancia en los próximos años. Destacan las tensiones entre las principales potencias, en particular Estados Unidos y China, y el impacto del rápido cambio tecnológico. Asimismo, es probable que la amenaza del terrorismo siga siendo una preocupación importante, y que el cambio climático continúe erosionando los ingresos y la riqueza de la parte inferior de la capa socioeconómica del mundo, aumentando la desigualdad y perpetuando la trampa de ingreso medio.

Tensiones entre grandes potencias

Uno de los principales retos que podría seguir configurando el panorama geopolítico en 2023 son las actuales tensiones entre las grandes potencias, en particular Estados Unidos y China. Estas tensiones se han visto alimentadas por una serie de cuestiones, como el comercio, la diplomacia y los enfrentamientos militares, y tienen el potencial de perturbar las relaciones y la estabilidad mundiales. Este desafío adquiere mayor importancia a partir del desvanecimiento de la Teoría de las Expectativas Comerciales, por la que se mantenían unas relaciones diplomáticas razonables en aras de los beneficios mutuos del comercio bilateral. Ese fue el ejemplo de nuevo en las relaciones bilaterales sino-estadounidenses y la prohibición de compartir tecnología, las crecientes tensiones con respecto a Taiwán, un eslabón clave en la cadena de valor tecnológico o el nuevo arreglo de las fuentes de energía tras la disociación entre Europa y Rusia.

Impacto de la tecnología

Es probable que el rápido ritmo del cambio tecnológico siga teniendo un gran impacto en las relaciones internacionales en 2023 y más allá. Esto podría incluir la aparición de nuevas tecnologías que tienen el potencial de cambiar el equilibrio de poder entre las naciones, así como la posibilidad de que los ciberataques y otras formas de sabotaje digital perturben los

sistemas y las infraestructuras mundiales. La lucha por controlar las cadenas de valor de la tecnología y partes clave de la cadena de valor aumentará continuamente las tensiones entre las potencias dominantes. Además, el riesgo que surge orgánicamente de la tecnología, en especial de la inteligencia artificial (IA), está ampliamente subestimado. Los sesgos algorítmicos, la potencia y los costes de CO2 de la formación en aprendizaje automático y el aumento de los modelos de fundamentos en IA, producen un cambio en el crecimiento de la productividad y entrañan peligros duraderos para la estabilidad y la desigualdad.

Cambio climático

Los impactos del cambio climático, incluyendo el aumento del nivel del mar, los desastres naturales más frecuentes y graves, y los cambios en los patrones climáticos, es probable que sigan planteando retos importantes en 2023 y más allá. Estos impactos podrían perturbar el comercio mundial, desplazar a un gran número de personas y tensar las relaciones entre los estados, y para hacerles frente será necesaria la cooperación y la coordinación a escala mundial. Además, el cambio climático, como todos los demás riesgos de largo alcance, actúa como impuestos regresivos que erosionan la renta y la riqueza desde la base del estrato socio-económico, aumentando la desigualdad y perpetuando la trampa de la renta media

Terrorismo

Es probable que la amenaza del terrorismo siga siendo una preocupación importante en 2023. También es probable que el uso de las redes sociales para difundir propaganda e inspirar la violencia siga planteando un reto importante en la lucha contra el terrorismo. El terrorismo funciona como medio coercitivo para alcanzar un objetivo con escasos recursos y en un contexto en el que se crean choques contrastados. De ahí que la generalización de su versión tangible necesite de un entorno estable para crear ese poder coercitivo. Asimismo, es previsible que el terrorismo, en tiempos de convulsión, se irá transformando en ciberterrorismo.

Recuadro 1.1.5-a (continuación)
Entorno geopolítico: los retos globales 2023

Inestabilidad política y conflictos

Es probable que la inestabilidad política y los conflictos sigan siendo retos importantes en 2023, con una serie de cuestiones, como la desigualdad económica, las tensiones étnicas y religiosas, y la escasez de recursos, que podrían provocar disturbios y violencia en diversas partes del mundo. Esto podría tener importantes repercusiones en la seguridad y la esta-

bilidad mundiales. El bucle de retroalimentación entre desigualdad, privación de derechos y animadversión partidista debe romperse para mitigar este tipo de riesgo. No obstante, en medio del resto de retos geopolíticos, esto parece difícil de conseguir en un futuro previsible.

del consumo (tanto por la mejoría de la confianza del consumidor como por el ahorro acumulado durante la prolongada fase de restricciones) y una posible dinamización de los sectores tanto manufacturero como de servicios que ayuden a aliviar el deterioro exportador acumulado de la economía china en los últimos trimestres. A su vez, la política monetaria del banco central chino, asentada en el terreno acomodaticio y enfocada en el crecimiento, sumada a una política fiscal más proactiva, podría suponer un catalizador adicional, reforzando los motores de crecimiento endógeno en ese país.

Los riesgos a la baja, sin embargo, continúan focalizados en el sector inmobiliario, con los promotores inmobiliarios aún bajo presión y el mercado de compraventa concatenando contracciones, tanto en el número de transacciones como en los precios. Ante la crisis inmobiliaria, el gobierno chino comienza a mostrar los primeros signos de apoyo al sector proporcionando una cierta estabilidad que, si bien favorable, continúa siendo insuficiente para despejar el delicado panorama que atraviesa un sector que necesita avanzar hacia una reestructuración y redimensionamiento dado su potencial riesgo sistémico.

Cambio climático

El creciente riesgo climático fue nuevamente abordado en noviembre de 2022, en Egipto, en la que fue la 27ª Conferencia de las Naciones Unidas sobre el Cambio Climático (COP27). Los

acuerdos y avances volvieron a ser limitados, al centrarse en el establecimiento de un fondo para ayudar a pagar las pérdidas y los daños provocados por el cambio climático, así como en las actualizaciones sobre la adaptación a los mercados de carbono, dejando nuevamente las medidas más agresivas sin una posición consensuada. De esta forma, el desafío de lograr una transición acelerada hacia un mundo cero y neutral en carbono continúa vislumbrándose en un horizonte a muy largo plazo, con los riesgos que ello conlleva.

Inflación

Si bien los últimos datos de inflación han venido mostrando ciertos signos de moderación, el riesgo de una inflación que persiste en niveles elevados en una línea temporal más amplia se mantiene. Los componentes deflacionarios siguen latentes, los efectos de base se manifiestan y las menores presiones por el lado de la demanda, acompañadas por una oferta poniéndose al día, ejercen presión a la baja. Sin embargo, la inflación subyacente continúa mostrando una dinámica sólida que podría mantener la senda de la mano de: (i) fuerzas estructuralmente inflacionarias impulsadas por la progresiva reversión de la globalización y acelerada por la interacción geopolítica de forma más amplia y duradera, (ii) el incierto panorama energético lastrado tanto por la incertidumbre en torno a las fuentes de abastecimiento global como por la acelerada transición energética, (iii) el comportamiento de la reapertura China sobre el precio de las

Recuadro 1.1.5-b Consideraciones sobre la inflación

La inflación y sus efectos secundarios sobre la estabilidad y la actividad financieras tendrán un impacto negativo en la economía; impactos que también se reflejarán en el desempeño del sector de los seguros. La inflación general lleva siendo el foco del debate económico desde mediados de 2021, manteniéndose con intensidad y resiliencia hasta la actualidad. Se desencadenó como consecuencia de una demanda desatada tras la represión pandémica, de los paquetes de estímulo fiscal y de los cuellos de botella en la oferta, y se aceleró a raíz de la crisis energética provocada por la guerra en Ucrania.

La inflación armonizada ha alcanzado en noviembre el 10,1% en la Eurozona, el 6,7% en España y el 7,1% en los Estados Unidos. Por su parte, la inflación subyacente, que representa la tendencia de este fenómeno en el largo plazo, registró la cifra de 5,0% en la Eurozona y de 6,0% en Estados Unidos. Este comportamiento resulta sin duda preocupante ya que, además de las fuerzas tradicionales de oferta y demanda, parecen estar apareciendo en la escena otras fuerzas seculares que están impulsando la inflación a largo plazo (aumentos de costes permanentes en algunos sectores y déficits presupuestarios crecientes, entre otros). Por ello, aunque las tasas actuales de inflación no serán permanentes, no se puede descartar un escenario en el que, a largo plazo, la inflación global se sitúe entre un 1,5% y un 2,0% superior a la inflación media registrada durante la última década.

Con el objetivo de controlar el panorama inflacionario, las economías han reaccionado mediante una política monetaria restrictiva. Ante esta reacción, se prevé que las tasas de interés de política monetaria alcancen un máximo cercano al 5,0-5,5% en Estados Unidos y al 3%-3,5% en Europa durante los próximos cuatro meses. La restricción monetaria ha hecho tambalear a los mercados financieros, induciendo correcciones en los bonos y las acciones, dificultando las condiciones crediticias, erosionando la renta disponible y tensionando la sostenibilidad fiscal de algunas economías. Bajo este prisma, el escenario más probable para los próximos dos o tres trimestres es uno de *estanflación* o, en un

escenario alternativo de mayor estrés, el de una *recesión inflacionaria* generalizada, con un inevitable impacto en el desempeño del mercado asegurador.

En términos generales, la actividad aseguradora sufrirá un triple efecto: (i) la necesidad de ajustar al alza los precios de sus productos; (ii) una demanda de aseguramiento más débil y, (iii) condiciones financieras volátiles. De manera particular, en el segmento de los seguros de No Vida, la menor renta disponible y las peores condiciones financieras reducirán la demanda de aseguramiento, excepto en algunos segmentos que podrían ser compensatorios, como en el de los seguros de salud, a causa de una mayor aversión al riesgo tras la pandemia y de su demanda inelástica. Asimismo, los costes de siniestralidad se verán afectados por la mayor inflación, lo que podría implicar la necesidad de que las aseguradoras aumenten las provisiones para siniestros y también un incremento significativo en la estructura de costes operativos.

Por su parte, en el segmento de los seguros de Vida, la menor renta disponible significará también una menor demanda de los productos de seguros. Asimismo, una situación financiera más estresada podría provocar que se extremen los rescates de pólizas, especialmente aquellas en las que las sumas aseguradas no se encuentren indizadas a la inflación. Esta situación implica un riesgo reputacional para el sector asegurador. Sin embargo, el incremento de las tasas de interés a largo plazo también ayudará a rentabilizar las inversiones en renta fija.

Por último, en cuanto al balance del sector asegurador, los elevados tipos de interés nominales ocultarán durante un tiempo unos tipos reales todavía negativos. Además, las subidas de tipos están teniendo un impacto importante en la valoración de los activos a precios de mercado, por lo que estos tendrán que ajustarse a los pasivos, lo que repercutirá en la estructura del sector, aunque su intensidad dependerá de las estructuras de la cartera de riesgos y de la correspondencia de activos-pasivos.

materias primas, así como el cambio hacia un modelo basado en consumo y exportaciones de valor añadido, (iv) los efectos del envejecimiento en los mercados laborales, con un *skill gap* que podría suponer una deficiencia de habilidades de reemplazo estructural e inflacionaria, (v) las negociaciones salariales al alza en un intento por recuperar el terreno perdido en términos de poder adquisitivo de una forma cada vez más generalizada y, (vi) los efectos de una política fiscal amplia, con mayor protagonismo que en el pasado y una dinámica de expansión persistente. En suma, en caso de una mayor ponderación en la balanza de los factores inflacionarios, estos podrían iniciar una espiral de salarios-precios y provocar una reacción monetaria mayor con su consecuente impacto para controlar la demanda agregada (véase el Recuadro 1.1.5-b).

Mercados inmobiliarios

A medida que los tipos de interés superan el terreno de la neutralidad y limitan el impulso de la demanda agregada, los mercados inmobiliarios se enfrentan a un entorno de mayor vulnerabilidad. Si bien, por el lado de la oferta, los inventarios persisten en niveles históricamente bajos, la sobrevaloración acumulada y avivada desde el estallido de la pandemia en ciertos mercados como Canadá, Australia, Reino Unido y Estados Unidos, enfrentan el riesgo de correcciones ante la crisis de asequibilidad de la demanda por el endurecimiento del crédito y la pérdida de poder adquisitivo. A su vez, por el lado inversor, el renovado atractivo de la renta fija y el restablecimiento de oportunidades en los mercados monetarios absorben la canalización del ahorro de los perfiles más conservadores. El riesgo de correcciones en los precios, si bien se esperan moderadas a lo largo de 2023, podrían mutar hacia un shock prolongado y más profundo, exacerbado por unos mercados laborales en deterioro y una política monetaria que perdura en el terreno restrictivo más profundamente y durante más tiempo del anticipado.

Mercados energéticos

Finalmente, en los últimos meses los mercados energéticos de todo el mundo han venido normalizándose y readaptándose a la extensión en el tiempo del *shock* geopolítico. Los

mercados de gas y petróleo se han estabilizado, aunque en valores superiores a los de equilibrio de largo plazo, ante la mejora de perspectivas de necesidad de gas en Europa, una tardía reapertura de China y la diversificación de fuentes mediante acuerdos de suministro, así como a una demanda global en declive, tanto por el choque en los ingresos reales ante la escalada acumulada en los precios, como por los primeros efectos del cambio de sesgo de la política monetaria. A pesar de ello, el riesgo de cola persiste, las fragilidades siguen siendo una política de transición energética aún temprana, bajos niveles de inversión en energías tradicionales que entorpecen su continuidad, inventarios globales en niveles históricamente bajos y un entorno geopolítico volátil y adverso. Con todo ello, se espera que la dinámica de precios permanezca bajo tensión de forma más prolongada en el tiempo y que la disminución de la demanda continúe contrarrestada por escasez en la oferta.

1.2. Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1 Estados Unidos

Una fuerte contracción económica, el precio a pagar para controlar la inflación.

La economía de los Estados Unidos creció un 2,9% t/t (anualizado y ajustado estacionalidad) y un 1,9% a/a en el tercer trimestre, con el consumo aumentando un 1,7% t/t, pero con la inversión cayendo significativamente un -9,1%, resintiendo los efectos de la restricción monetaria. El consumo del gobierno creció al

Estados Unidos

- La Reserva Federal apuesta por una recesión corta y no muy profunda como forma de reencauzar la inflación.
- La inflación ya ha dado buenas señales al haber tocado techo.
- El mayor riesgo para la economía de Estados Unidos es que el endurecimiento de las condiciones financieras provoque algún accidente sistémico.
- La previsión es que el PIB estadounidense en 2023 crezca un 0,1% y un 0,9% en 2024.

3,0%, en tanto que las exportaciones crecieron al 11,5% a/a y las importaciones un 7,4%. Se espera que el cuarto trimestre cierre con un crecimiento del 0,8% a/a (0,6% t/t), pero que la desaceleración en los niveles de actividad económica se produzca ya en el primer trimestre de 2023, con contracciones a partir del segundo trimestre del año.

Las bolsas registraron en 2022 unas caídas entre el 15% (Dow Jones) y el 30% (Nasdaq), reflejando las peores perspectivas de beneficios por parte de las compañías y el aumento del rendimiento del bono del Tesoro a 10 años, que ha superado el 3,5%, y el de 2 años, que ha superado el 4,2% a fecha de este informe (desde 1,5% y 0,7%, respectivamente, de principios de año). La curva de tipos de interés de los bonos de 2 y 10 años está invertida, con una pendiente pronunciada, un indicador de que se acerca una recesión en la economía.

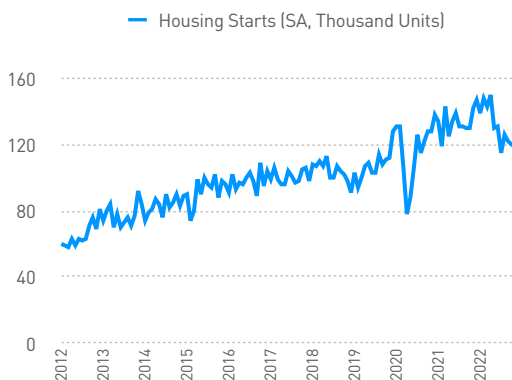
En cuanto a la previsión de actividad futura, las encuestas a los gestores de compras (PMIs) en diciembre apuntan a una actividad económica deteriorándose, con el indicador compuesto en 44,6, el manufacturero en 46,2 y el de servicios en 44,4 puntos (por debajo del umbral de contracción de 50 puntos). El empleo todavía está sano, pero empieza a decaer, hecho que cuadra con las noticias de despidos laborales que han empezado por el sector tecnológico. El índice de indicadores adelantados de la *Conference Board* entró en negativo en julio y en octubre ya alcanzaba un valor de -2,7. La confianza del consumidor, sin embargo, ha

rebotado ligeramente, aunque sigue una tendencia decreciente desde hace 3 años. Por último, en el mercado inmobiliario, la encuesta de la Asociación Nacional de Constructores de Viviendas apunta a un deterioro rápido y la caída del índice de perspectivas a 6 meses mantiene una trayectoria similar a la vivida en 2007 (véanse las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b).

Nuestra previsión es que, en 2023, la economía registre una severa contracción en el segundo semestre. Pese a ello, creemos que podría evitar caer en una contracción durante la totalidad del año, llegando a crecer un 0,1% en 2023. Esto dependerá en gran medida de cómo la economía, especialmente la inversión, el mercado inmobiliario y el mercado laboral, reaccionen a las condiciones de financiación menos favorables (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-c y 1.2.1-d). De cara a 2024, muchas cuestiones están aún por definirse. No obstante, estimamos una recuperación lenta, debido a la continuación de las condiciones financieras estrictas establecidas para combatir la inflación, lo que llevaría a la economía estadounidense a crecer en el entorno del 0,9% en ese año.

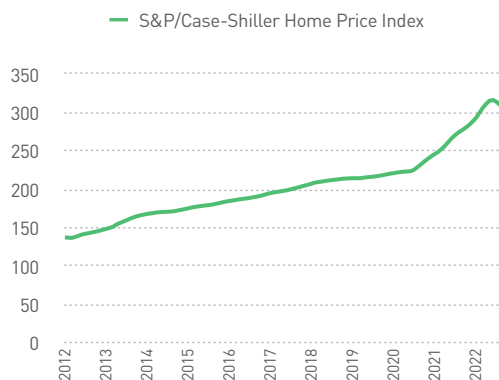
La inflación general se situó en un 7,1% en noviembre, con la subyacente subiendo al 6,0%, una moderación con respecto al 9,1% de junio, hecho que ha venido animando a los mercados a considerar que la Reserva Federal tendrá éxito en controlar la inflación. Sin embargo, analizando los procesos inflacionarios anteriores, se prevé que la reversión a la

Gráfica 1.2.1-a
Estados Unidos: viviendas iniciadas



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.1-b
Estados Unidos: precios de la vivienda



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

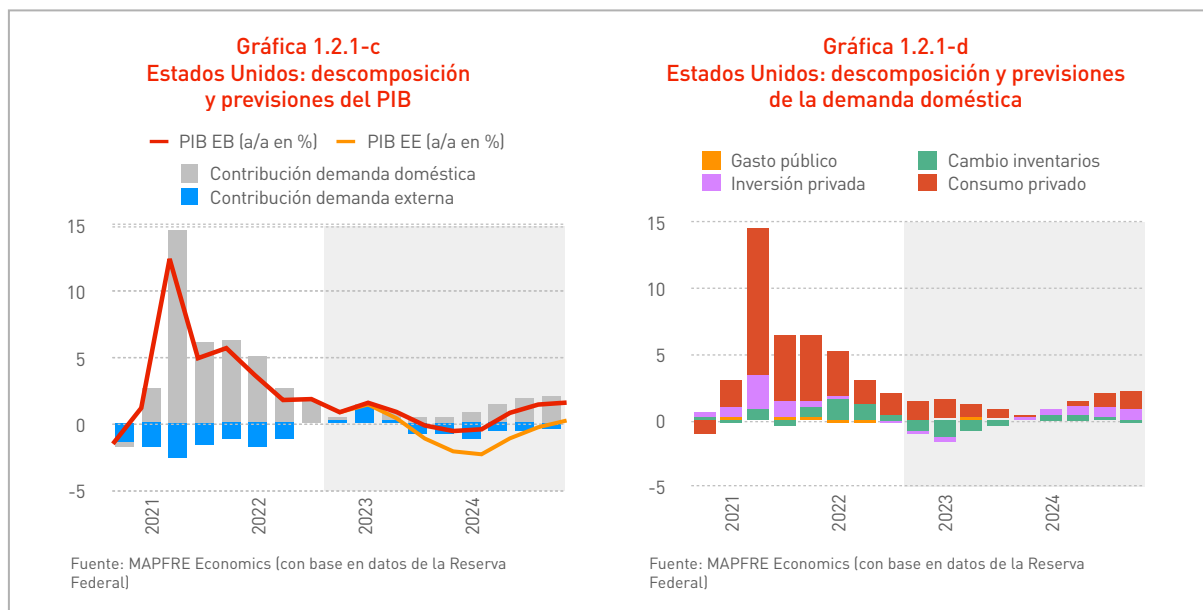


Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	2,9	2,3	-2,8	5,9	2,0	0,1	0,9	-0,3	-0,9
Contribución de la demanda doméstica	3,3	2,4	-2,7	7,3	2,4	0,4	1,6	-0,3	-0,2
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,1	-0,2	-1,7	-0,6	0,1	-0,6	0,1	-0,5
Contribución del consumo privado	2,0	1,4	-2,1	5,7	1,9	0,9	0,8	0,4	-0,3
Contribución de la inversión total	1,0	0,6	-0,3	1,2	-0,1	0,0	0,6	-0,3	-0,1
Contribución del gasto público	0,2	0,5	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,9	2,0	-3,0	8,3	2,7	1,2	1,1	0,6	-0,4
Gasto público (% a/a)	1,2	3,4	2,2	1,3	-0,3	1,1	0,7	1,1	0,7
Inversión total (% a/a)	4,7	2,6	-1,2	5,7	-0,4	-0,1	2,6	-1,4	-0,6
Exportaciones (% a/a)	2,8	0,5	-13,2	6,1	7,7	-1,7	3,2	-3,0	1,0
Importaciones (% a/a)	4,2	1,1	-9,0	14,1	8,6	-1,5	5,1	-2,2	3,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,8	3,6	6,8	4,2	3,6	4,6	4,3	5,0	5,4
Inflación (% a/a, media)	2,4	1,8	1,2	4,7	8,0	3,9	2,5	5,1	4,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,2	2,0	1,2	6,7	7,2	3,0	2,1	4,9	4,2
Balance fiscal (% PIB)	-6,1	-6,3	-15,2	-11,6	-4,1	-5,0	-5,6	-5,2	-6,5
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,1	-2,1	-2,9	-3,6	-3,8	-3,8	-4,0	-3,6	-3,7
Tipo de interés oficial (final período)	2,50	1,75	0,25	0,25	4,50	5,00	2,50	6,00	5,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	2,81	1,91	0,24	0,21	4,66	5,01	2,68	6,11	5,42
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,69	1,92	0,93	1,52	3,87	3,37	2,72	4,64	4,32
Tipo de cambio vs USD (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,06	1,03	1,05	0,99	1,01
Crédito privado (% a/a, media)	4,7	5,0	6,4	14,9	1,8	-2,1	2,1	-3,0	0,9
Crédito familias (% a/a, media)	3,5	3,0	3,4	6,5	7,7	5,9	5,9	5,5	5,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,1	6,6	8,8	3,1	9,3	4,0	3,1	4,0	3,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,9	2,4	6,8	4,3	7,7	1,2	0,3	1,4	0,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,6	8,8	16,8	11,9	3,5	3,2	4,2	3,3	4,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

situación anterior puede tomar años, especialmente por la inflación subyacente y los efectos de segunda ronda de las revisiones salariales. Los precios de los alimentos en el hogar subieron un 12% en noviembre y en los restaurantes un 8,5%. Los combustibles de automoción se moderaron y están un 10,8% más caros que el año anterior y la electricidad un 13,7%. Por su parte, los precios al productor han crecido un 8,1% [sustancialmente más bajos que en Europa donde su crecimiento excede el 30%], y en los materiales de construcción un 11,9%.

La Reserva Federal elevó los tipos de interés 50 puntos básicos (pbs) en la reunión de diciembre, hasta alcanzar un 4,50%. La mediana de expectativas de los gobernadores (*Dot Plot*) apunta a alcanzar un tipo del 5,14%, lo que en la práctica podría traducirse a un 5,25%; es decir, 3 subidas más de 25 pbs hasta mayo, para posteriormente mantenerse estables durante un tiempo hasta que se empieza a confirmar el control de la inflación. Por ahora, el inicio de las bajadas de tipos de interés no se contempla, a menos que haya un deterioro del mercado de trabajo y de la actividad que lo justifique. El mercado de futuros de tipos apunta solamente a dos subidas más (5,0% hasta abril-mayo) y a que a partir de mediados de 2023 comiencen las bajadas. En lo relativo al proceso de reducción de balance, la Reserva Federal mantiene el curso previsto de disminución de la tenencia de activos al ritmo establecido en septiembre, 95.000 millones de dólares al mes, mediante 60.000 millones de dólares en bonos del Tesoro y el resto en vencimientos de activos respaldados por hipotecas (MBS). Se prevé que la Reserva Federal mantendrá esta estrategia, ya que no se anunciaron en la reunión de diciembre cambios en dicha cuantía ni en la composición de la cartera a la venta.

Los riesgos latentes, aunque son de diversa índole, podrían resumirse en dos: (i) una mayor contracción económica (que pudiera derivar en una recesión) provocada por el endurecimiento de las condiciones financieras, acompañando a un mercado laboral sobre calentado, y (ii) un evento sistémico de liquidez en los mercados, al estilo de la crisis de "repos" de octubre de 2019, en el que la Reserva Federal debiera intervenir. Asimismo, destaca el riesgo que se atisba de un enorme volumen de obligaciones

de pago en dólares, 80 trillones (80 billones de los europeos), instrumentados a través de *swaps* y futuros de moneda, que forman unas obligaciones de pago que no se encuentran en los balances de los bancos³.

1.2.2 Eurozona

La contracción económica que viene.

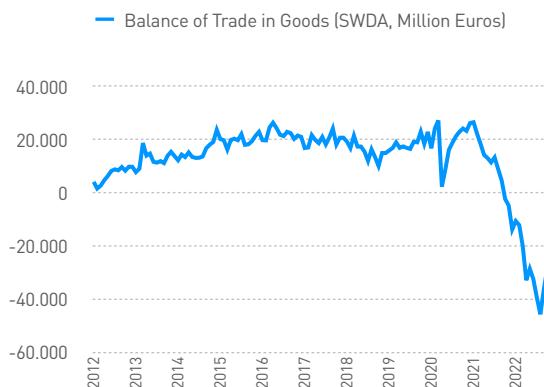
La Eurozona creció en el tercer trimestre del año un 0,3% t/t (2,3% a/a), resintiéndose ya la desaceleración en actividad económica. Esta pérdida de dinamismo se convertirá probablemente en un decrecimiento en el último trimestre de 2022 y en el primero de 2023. Mientras tanto, el consumo privado creció un 0,9% t/t, el público un 0,4% t/t y la inversión un 3,6% t/t.

Las encuestas de gestores de compras (PMIs) de diciembre están en territorio negativo, pero menos que en noviembre, con el compuesto en 48,8, el manufacturero en 47,8 y el de servicios en 49,1 puntos, todos ellos por debajo del umbral de contracción. La confianza del consumidor también reporta un valor negativo, pero parece haber tocado fondo (-23,9 vs -28,8 en septiembre). Asimismo, la encuesta a la industria apunta a una contracción de la actividad, en tanto que las ventas al por menor están en contracción, con un -2,7% a/a (-1,8% m/m). La producción industrial aguanta por el momento (3,4% a/a) y las ventas de automóviles están pujantes (18,2%), gracias a una demanda embalsada por los problemas de suministro de chips a la industria automóvil. La balanza comercial, por su parte, se encuentra en déficits históricos, superando los -300 millardos de euros, a raíz de las compras de energía más caras y de la fortaleza del dólar

Eurozona

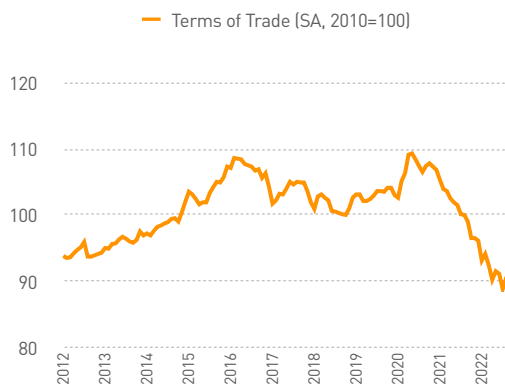
- La industria en la Eurozona lucha contra costes energéticos persistentemente altos.
- La inflación se sitúa en el 10% y los precios al productor se moderan, pero siguen altos.
- El déficit de balanza comercial se agrava por los precios de la energía importada.
- Se prevé que el PIB en 2023 decrezca un -0,1%, para recuperarse al 1,6% en 2024.

Gráfica 1.2.2-a
Eurozona: balanza comercial



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.2-b
Eurozona: términos de intercambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

hasta octubre (véanse las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b).

Las perspectivas de actividad para la Eurozona son de un decrecimiento del PIB en 2023 (-0,1%), empezando directamente en el primer trimestre del año. Para 2024, el panorama es incierto, con el Banco Central Europeo (BCE) anunciando que los tipos de interés van a permanecer más altos por más tiempo, y con la inflación y los precios de la energía en una dinámica de mantenerse altos (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-c y 1.2.2-d). La inflación, por su parte, se ha situado en 10,1% a/a en noviembre, habiéndose estabilizado por el momento. No obstante, la subyacente parece estar arraigada en el 5,0% a/a. Los precios de los alimentos suben un 16%, y en algunos países de la zona se acerca al 20%. Los combustibles han moderado su subida y ahora están un 11,5% más altos que el año anterior. Pese a ello, algunos países están pensando en eliminar las subvenciones a los combustibles. En cuanto a los precios al productor, estos han crecido en la Eurozona un 27,1% en noviembre, moderándose, pero todavía en niveles muy altos, indicativo de futuras subidas de precios en los productos terminados.

El BCE anunció en su reunión de diciembre la subida de los tipos de interés al 2,50% (operaciones principales de financiación) y al 2,00% (facilidad de depósito). Indicó que los tipos de interés seguirán subiendo por un periodo largo. Está aún por saberse cómo reaccionarán la economía y los mercados, y

hasta qué punto el banco central está dispuesto a conducir a la economía a una recesión. Asimismo, será interesante observar el choque de fuerzas entre la política monetaria restrictiva y las políticas fiscales expansivas. El debate sobre el incremento de la oferta, particularmente la energética, como medio de controlar la inflación está casi ausente, a excepción del impulso a las energías verdes, que parecen incapaces de suplir el volumen suprimido en petróleo y gas. Adicionalmente, el BCE anunció el inicio de la contracción cuantitativa mediante la reducción de las reinversiones en su programa de compras de activos (APP), empezando a principios de marzo (reducción de 15.000 millones/mes hasta junio) y con un ritmo a partir de entonces que se definirá posteriormente. En el programa PEPP (Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia), se mantendrán por el momento las reinversiones a vencimiento.

El panorama en Eurozona se presenta complejo y los riesgos son a la baja: el coste energético aumenta el riesgo de persistencia de una inflación alta, y los elevados niveles en los costes al productor restan competitividad a las industrias europeas. Así, de no resolverse la crisis energética, podrá presentarse un declive en la industria europea. Las inversiones industriales tenderán a orientarse a países con energía barata. El BCE, en su esfuerzo de controlar la inflación, arriesga a conducir a la Eurozona a una recesión que, por ahora se anticipa sería breve, pero solo lo será si se encuentran soluciones a otros problemas

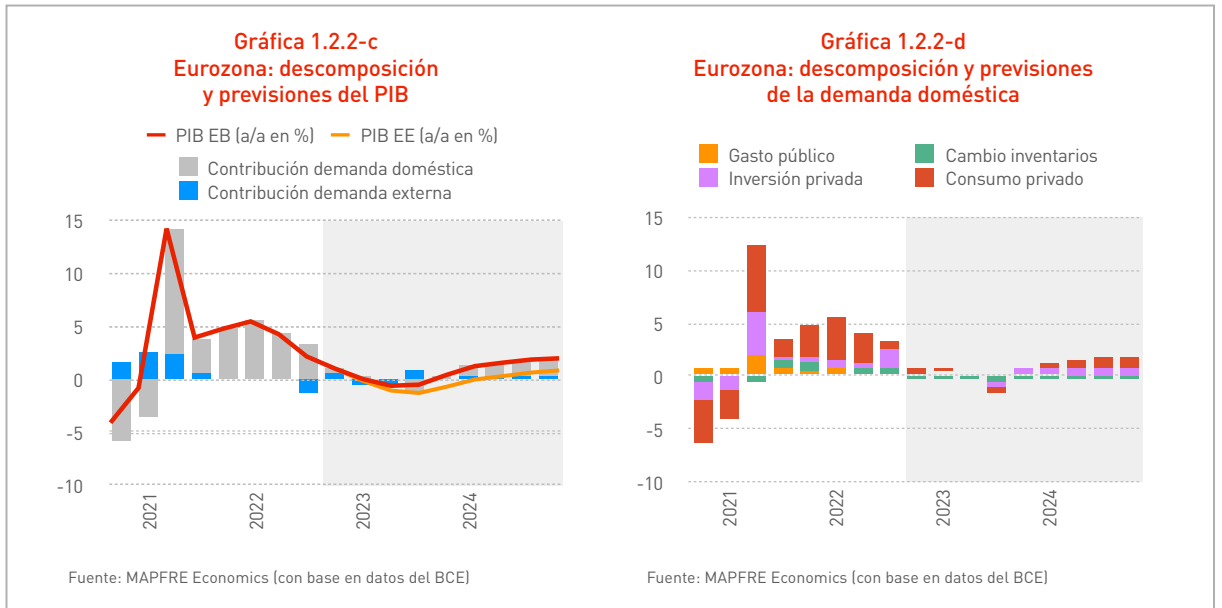


Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2023 ^(p)	2024 ^(p)	2023 ^(p)	2024 ^(p)	
PIB (% a/a)	1,8	1,6	-6,3	5,3	3,2	-0,1	1,6	-0,8	0,4	
Contribución de la demanda doméstica	1,7	2,4	-5,7	4,0	3,3	-0,2	1,3	-0,8	0,2	
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,8	-0,5	1,3	-0,1	0,0	0,4	0,0	0,2	
Contribución del consumo privado	0,8	0,7	-4,2	2,0	2,1	0,0	0,8	-0,3	0,4	
Contribución de la inversión total	0,6	1,4	-1,4	0,8	0,7	0,0	0,6	-0,3	0,1	
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,2	0,9	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,4	-7,8	3,7	4,0	-0,1	1,5	-0,6	0,8	
Gasto público (% a/a)	1,0	1,7	1,0	4,3	1,6	1,2	0,4	1,2	0,4	
Inversión total (% a/a)	3,2	6,7	-6,5	3,7	3,4	-0,2	3,0	-1,6	0,3	
Exportaciones (% a/a)	3,5	2,9	-9,2	10,5	7,0	0,7	3,4	0,0	2,0	
Importaciones (% a/a)	3,8	4,9	-8,7	8,3	7,9	0,8	3,0	0,1	1,7	
Tasa de paro (%; último trimestre)	8,0	7,5	8,3	7,1	6,8	7,3	7,2	7,6	8,0	
Inflación (% a/a, media)	1,8	1,2	0,3	2,6	8,4	5,0	2,4	7,4	5,9	
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,9	1,0	-0,3	4,6	10,1	5,0	3,7	7,0	5,6	
Balance fiscal (% PIB)	-0,4	-0,6	-7,0	-5,1	-3,0	-4,1	-3,1	-4,3	-3,9	
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,0	-5,6	-3,3	-1,2	-2,4	-1,5	-2,6	-2,3	
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,9	2,4	1,6	2,3	-0,6	0,4	1,4	0,5	1,0	
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,50	1,50	3,50	3,25	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,35	2,04	1,13	3,10	2,74	
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,17	0,32	-0,19	0,32	2,83	2,43	2,26	3,42	3,60	
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,06	1,03	1,05	0,99	1,01	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito familias (% a/a, media)	2,4	3,4	3,0	3,9	4,0	3,5	4,6	3,0	3,1	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,3	2,7	3,2	3,0	5,3	3,2	2,9	3,0	2,4	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,4	2,1	-1,0	0,0	6,4	2,4	1,8	2,5	1,9	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	12,5	13,2	19,8	17,9	13,4	11,8	11,4	11,8	11,6	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

asociados a este fenómeno. Por otra parte, en un contexto de tipos de interés más altos y en un ciclo económico en contracción es normal que se presente también una reducción del crédito y un aumento de insolvencias empresariales.

1.2.3 España

Desaceleración en 2023, aunque no recesión.

En el tercer trimestre, la actividad económica en España comenzó a perder dinamismo, con un crecimiento del 0,2% t/t (+3,8% a/a). Esto se debió especialmente al comportamiento del consumo privado, que creció un 1,1% t/t, y al público, que lo hizo un 0,6% t/t, con la inversión (que creció el 0,5% t/t), y en concreto la construcción, enfriándose. En cuanto a los indicadores que permiten anticipar las perspectivas, los índices de gestores de compras (PMIs) de diciembre mejoraron ligeramente, con el compuesto en 49,9, el manufacturero en 46,4 y el de servicios en 51,6 puntos. El indicador de confianza del consumidor, por su parte, sigue muy negativo (-28,7), en niveles similares a los de 2020, en tanto que el indicador de sentimiento económico (96,4) está por debajo de los niveles de 2019 (véanse las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b). La encuesta al sector minorista también empeora, mientras que las ventas al por menor están aguantando (1,0% a/a). Otros indicadores adelantados (OCDE) apuntan a una estabilización, pero a niveles más bajos que los de 2021 y los de 2019.

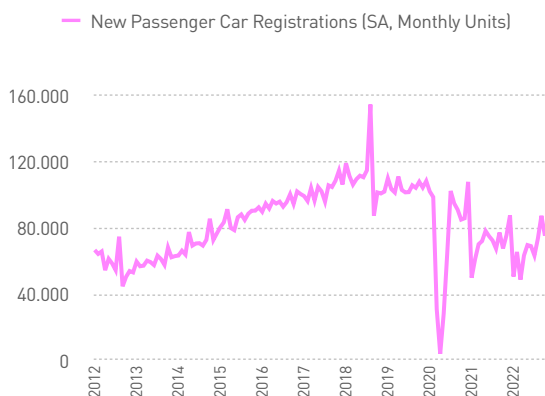
España

- La inflación ya está pasando factura a los niveles de consumo.
- Las subidas salariales están contenidas para que la inflación no se arraigue.
- El BCE busca enfriar la inflación provocando el cambio de ciclo económico.
- La previsión es que la economía española crezca un 1,0% en 2023 y se acelere en 2024 al 2,1%.

La estimación del crecimiento para 2023 apunta a una pequeña contracción en el primer trimestre de 2023, volviendo a crecer en los siguientes trimestres. El saldo final del año dependerá del efecto de la inflación sobre el consumo, que en el caso de la alimentación está pasando una elevada factura a las clases medias. La subida del coste de la vivienda, con la subida del Euribor, es otro factor a tener en cuenta. Nuestra estimación es de un crecimiento del 1,0% en 2023 y del 2,1% en 2024, mientras que en 2022, que fue el año de recuperación de la pandemia y de reapertura al turismo, creemos que habrá cerrado con un crecimiento del 4,6% (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-c y 1.2.3-d).

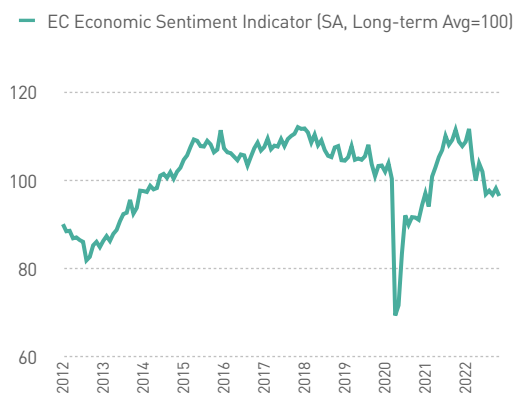
Por su parte, la inflación alcanzó el 5,8% diciembre (en comparación al 6,8% en noviembre), 5,6% la armonizada y 6,9% la subyacente, que aumenta seis décimas. Con el desglose a noviembre, los alimentos suben un 15,3%, con crecimiento del

Gráfica 1.2.3-a
España: matriculaciones de vehículos nuevos



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.3-b
España: indicador de sentimiento económico



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Haver)

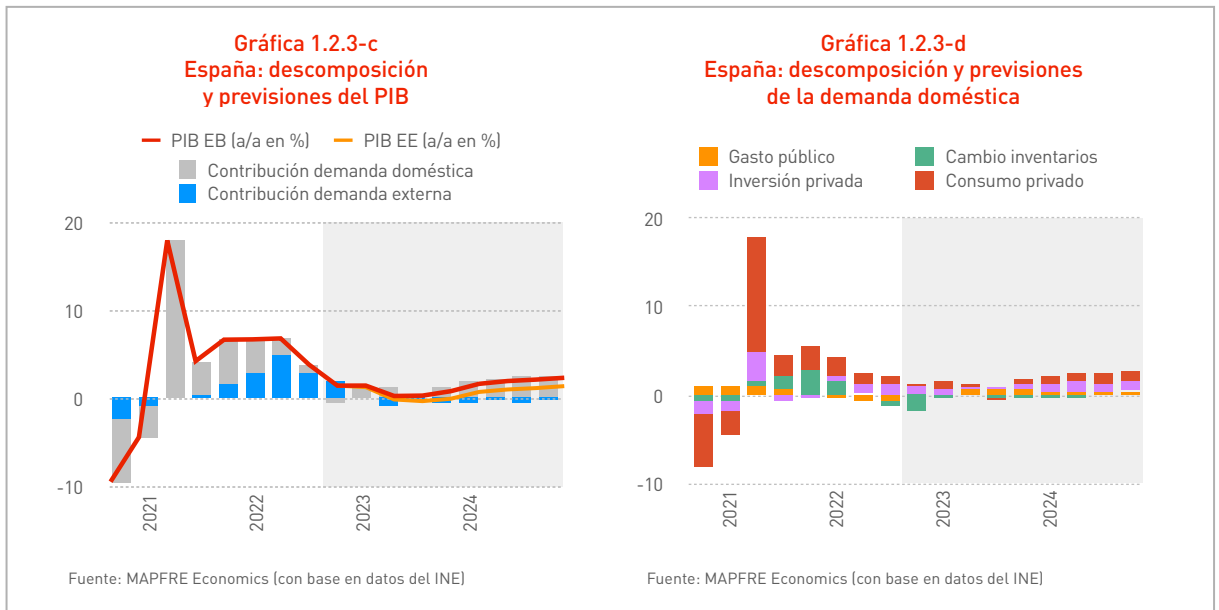


Tabla 1.2.3 España: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	2,3	2,0	-11,3	5,5	4,6	1,0	2,1	0,2	1,1
Contribución de la demanda doméstica	2,9	1,6	-9,1	5,2	1,5	1,1	2,3	0,5	1,4
Contribución de la demanda externa	-0,6	0,4	-2,3	0,3	3,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4
Contribución del consumo privado	1,0	0,6	-7,0	3,4	1,1	0,3	1,1	0,0	0,7
Contribución de la inversión total	1,2	0,9	-1,9	0,2	1,0	0,6	0,9	0,3	0,4
Contribución del gasto público	0,4	0,4	0,7	0,6	-0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Consumo privado (% a/a)	1,7	1,1	-12,2	6,0	1,9	0,5	2,0	0,0	1,3
Gasto público (% a/a)	2,3	1,9	3,5	2,9	-1,8	2,0	2,0	2,0	2,0
Inversión total (% a/a)	6,3	4,5	-9,7	0,9	5,0	3,0	4,7	1,6	2,3
Exportaciones (% a/a)	1,7	2,2	-19,9	14,4	17,5	-0,1	0,6	-0,5	-0,5
Importaciones (% a/a)	3,9	1,3	-14,9	13,9	8,9	1,0	1,7	0,4	0,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	14,5	13,8	16,1	13,3	12,6	13,6	13,1	14,1	14,0
Inflación (% a/a, media)	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,4	4,3	2,5	6,1	3,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,8	0,5	-0,7	5,8	7,7	4,3	1,9	5,5	3,0
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-3,1	-10,1	-6,9	-4,1	-4,8	-4,0	-5,0	-4,8
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,2	-0,8	-7,9	-4,7	-1,2	-2,2	-1,5	-2,4	-2,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,9	2,1	0,6	0,9	0,5	1,2	1,9	1,3	1,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,50	1,50	3,50	3,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,35	2,04	1,13	3,10	2,74
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,42	0,47	0,06	0,60	3,10	2,84	2,75	3,93	4,24
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,06	1,03	1,05	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)	-0,3	-0,2	-1,0	0,1	1,2	2,0	2,2	1,5	0,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,9	0,0	2,0	3,5	1,7	2,4	2,4	1,4	0,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,5	6,8	3,5	-0,8	-10,1	2,6	2,9	2,6	2,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,6	8,2	17,8	13,8	8,4	7,6	7,4	7,7	7,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
 Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

azúcar del 50%, los huevos (27%), aceites (31,5%) y las carnes y pescados (>10%). La moderación en el IPC general se debe a efectos de base y a la moderación en el aumento del precio de los combustibles (-1,1% m/m, en tendencia de moderación), la electricidad (-14,6% m/m) y el gas (-0,7% m/m). Con relación a la inflación esperada, hasta ahora las empresas han estado moderando las subidas salariales, con el objetivo de que la inflación no se ancle en niveles altos.

Se estima que la economía española es una de las que se podrá escapar de la recesión en 2023 en el ámbito europeo, gracias a los todavía asumibles costes financieros y las ayudas fiscales que se han activado. Sin embargo, la perspectiva es que el BCE siga endureciendo la política monetaria y los bancos comerciales se vuelvan más cautelosos en la concesión de crédito. Esto tendría el efecto real de contracción de la liquidez disponible para la economía. Así, los riesgos de corto plazo para la economía española son los que están a la vista: reducción gradual del consumo por la pérdida de poder adquisitivo y contracción del crédito a la economía.

1.2.4 Alemania

La contracción económica más aguda entre los países de la Eurozona.

El PIB alemán creció un 1,3% a/a en el tercer trimestre (0,4% t/t). En ese lapso, el consumo se mostró aún resistente (1,0% t/t), ya que para

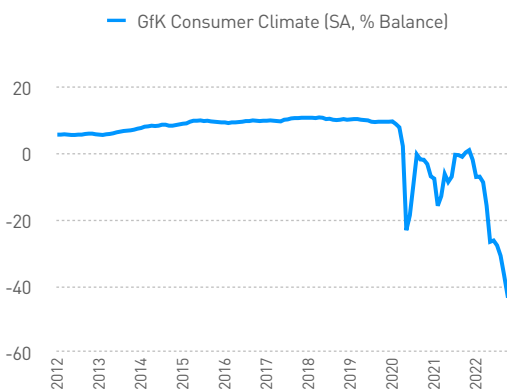
Alemania

- La inflación alemana sigue muy alta y los salarios no acompañan el esfuerzo de contención de los precios.
- La confianza del consumidor y las intenciones de compras se sitúan en mínimos.
- La vuelta al crecimiento dependerá de las soluciones al mix energético.
- El PIB alemán decrecería un -0,9% en 2023, para recuperarse en 2024 al 1,7%.

los siguientes trimestres se espera una desaceleración compatible con el contexto de contracción económica. Las exportaciones crecieron un 2,0% t/t, mientras que las importaciones lo hicieron más por el efecto de los precios. La inversión permaneció casi estable (0,2% t/t) y se espera que en los siguientes trimestres se quede a la espera de un contexto macroeconómico más favorable.

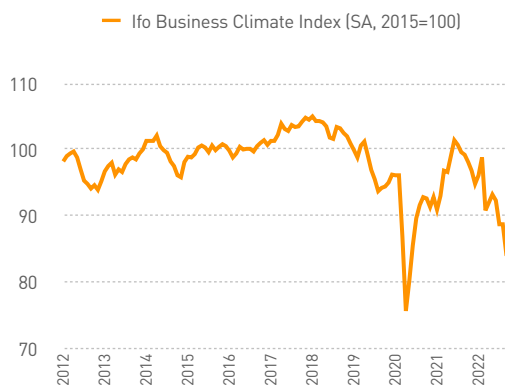
Las perspectivas para los próximos trimestres son de una contracción que dejaría la totalidad del año 2023 en valores negativos (-0,9%). La encuesta ZEW a inversores de diciembre, ubica la situación actual como muy negativa (-61,4), pero las expectativas, aunque todavía malas (-23,3), están mejorando (-36,7 en el mes anterior). Los índices de gestores de compras (PMIs) de diciembre se encuentran en negativo, pero ya mejoran desde los mínimos de octubre, con el compuesto en 49,0, el manufacturero en

Gráfica 1.2.4-a
Alemania: sentimiento del consumidor



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.4-b
Alemania: sentimiento de los negocios



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

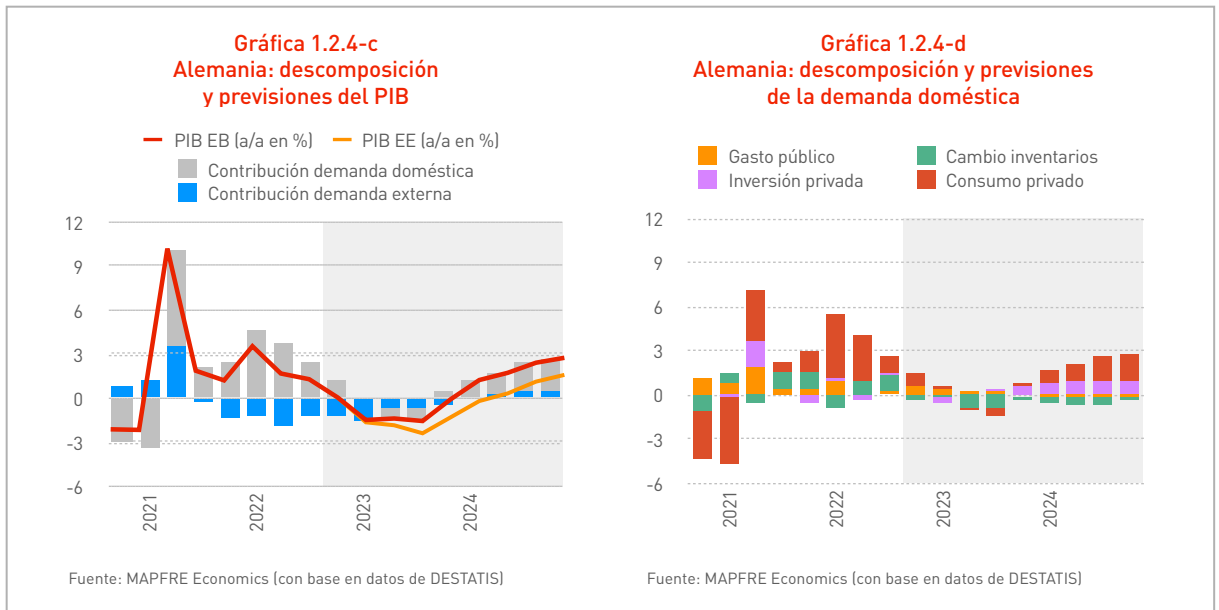


Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022 _(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 _(p)	2024 _(p)	2023 _(p)	2024 _(p)
PIB (% a/a)	1,0	1,1	-4,1	2,6	1,6	-0,9	1,7	-1,8	0,7
Contribución de la demanda doméstica	1,6	1,7	-3,1	1,9	3,0	-0,3	1,7	-0,9	0,5
Contribución de la demanda externa	-0,5	-0,6	-1,0	0,7	-1,4	-0,8	0,3	-0,9	0,2
Contribución del consumo privado	0,8	0,9	-3,1	0,2	2,3	-0,1	1,3	-0,3	0,9
Contribución de la inversión total	0,7	0,4	-0,6	0,2	0,1	0,1	1,0	-0,2	0,4
Contribución del gasto público	0,2	0,5	0,8	0,8	0,4	0,2	-0,2	0,2	-0,2
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,7	-5,9	0,4	4,6	-0,1	2,4	-0,6	1,7
Gasto público (% a/a)	0,8	2,6	4,0	3,8	1,9	0,8	-0,8	0,8	-0,8
Inversión total (% a/a)	3,4	2,0	-3,0	1,0	0,3	0,3	4,6	-1,0	2,0
Exportaciones (% a/a)	2,4	1,3	-10,1	9,5	2,4	0,1	4,6	-0,6	3,0
Importaciones (% a/a)	4,1	2,9	-9,1	8,9	5,9	1,9	4,2	1,2	2,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	5,0	6,1	5,3	5,6	5,6	5,5	6,0	6,3
Inflación (% a/a, media)	1,7	1,4	0,5	3,1	7,9	5,9	2,6	7,6	4,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,0	1,2	-0,2	5,1	10,4	3,8	2,5	5,9	4,2
Balance fiscal (% PIB)	1,9	1,5	-4,3	-3,7	-2,0	-2,9	-2,0	-3,1	-3,0
Balance fiscal primario (% PIB)	2,8	2,3	-3,7	-3,1	-1,4	-2,2	-1,3	-2,4	-2,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	8,1	7,7	6,9	7,5	3,6	2,5	3,6	2,5	3,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,50	1,50	3,50	3,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,35	2,04	1,13	3,10	2,74
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,25	-0,19	-0,58	-0,18	2,10	1,80	1,63	2,46	2,48
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,06	1,03	1,05	0,99	1,01
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,3	4,7	4,3	5,1	5,1	6,8	9,1	6,2	7,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,9	4,5	4,4	2,7	6,3	3,7	3,2	3,7	3,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,9	11,6	10,2	8,5	12,2	2,9	3,5	2,9	3,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	11,2	10,7	16,5	15,3	10,7	8,7	7,9	8,7	8,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

47,1, el de servicios en 49,2 y el de la construcción en 41,7 puntos, todos ellos todavía por debajo del umbral de contracción. Los pedidos de fábrica han mejorado un poco en octubre en algunos sectores, pero otros, como el sector químico, siguen en terreno negativo. La encuesta al sector de la construcción también apunta a una desaceleración importante de cara a 2023.

La confianza del consumidor está en mínimos de la serie (-40,2 en diciembre), con las expectativas negativas de ingresos (por la pérdida de poder adquisitivo real), factor que se ve reflejado en las expectativas económicas y en las intenciones de compra (véanse las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b). Las ventas al por menor están contrayéndose en prácticamente todas las rúbricas, especialmente en aquellas más afectadas por la inflación (alimentación, -11%, combustibles, -9%, compras por internet, -8%, centros comerciales, -11%).

Para 2023, se prevé que los primeros 3 trimestres mantengan una tendencia en decrecimiento, estableciendo una contracción para la totalidad del año en un -0,9%. Esto se debe, como se ha indicado, a una desaceleración en el consumo (ya palpable en las ventas al por menor), en una menor producción industrial en algunos sectores y en unas exportaciones menores debido al deterioro en las condiciones externas. Para 2024, sin embargo, la previsión es que el PIB se recupere creciendo en el entorno del 1,7% (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-c y 1.2.4-d).

La inflación, por su parte, se mantiene alta, en el 8,6% (dato adelantado de diciembre), con la armonizada (la que permite comparar entre países europeos) todavía más alta, en el 11,3%, y la inflación sin energía, en el 6,6%. Desglosando la inflación, la alimentación sube un 19,9%, los combustibles para uso particular un 14,5%, el gas un 81,4%, la electricidad un 27,1% y los vuelos un 14,6%. La economía alemana se enfrenta, por tanto, a una inflación elevada y a unos salarios reales en declive. De hecho, la caída que ya se está verificando en las ventas al por menor habla por sí misma. La expectativa de que la inflación se modere debe verse con cautela, ya que los costes financieros más elevados hacen que las industrias también miren con prudencia sus inversiones, aspecto fundamental para un aumento de la oferta. En

el caso de Alemania, y de Europa en general, los altos costes energéticos no tienen visos de resolverse en un plazo breve, y la vuelta al *status quo* con Rusia en la práctica parece imposible. La transición energética, con un *mix* que aún está por determinarse, es un fenómeno que tomará décadas, y no se va a conseguir solucionar en unos cuantos años. Debe tenerse en cuenta que Alemania, un país altamente industrializado, se apoyaba en la energía barata para su competitividad. Por tanto, ahora es de esperar un lento declive en su dinamismo a medida que determinadas industrias intensivas en energía (como la química y metalúrgica) desvían gradualmente sus inversiones a regiones del mundo con energía más barata.

1.2.5 Italia

Una contracción económica corta y poco profunda en 2023.

El PIB de Italia del tercer trimestre ha crecido un 2,6% a/a (0,5% t/t). El consumo todavía se ha comportado bien (+3,6% a/a, +2,5% t/t), aunque ya acusa cierta desaceleración. La inversión (0,8% t/t) y las exportaciones (8,2% a/a) crecen, pero se estancan con respecto al trimestre anterior. Las importaciones, por su parte, se incrementan más, debido a los costes de la energía (4,0% t/t) y a la debilidad del euro respecto al dólar. La producción industrial ya empieza a acusar debilidad, con una caída del -1,6% a/a en octubre. Las ventas están también en contracción (-4,7% a/a y -1,0% m/m, en octubre) y ya han sido negativas en todas las rúbricas, excepto en los productos farmacéuticos (véanse las Gráficas 1.2.5-c y 1.2.5-d). La confianza del consumidor,

Italia

- La reactivación económica dependerá de la reacción del consumo a la inflación y del efecto de los tipos de interés al alza.
- La industria está desacelerando el consumo energético, pero no se prevén cortes.
- La confianza del consumidor está en mínimos.
- El coste de la energía es fundamental para la competitividad de la industria.
- Se prevé que el PIB presente un decrecimiento del -0,1% en 2023, para recuperar un crecimiento del 1,0% en 2024.

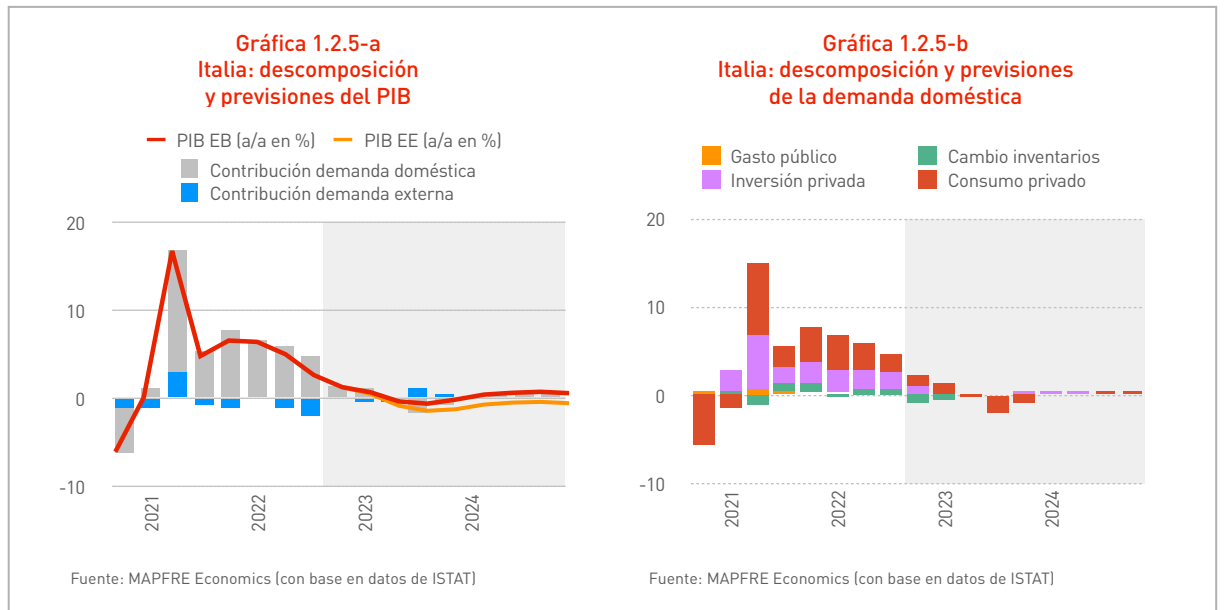


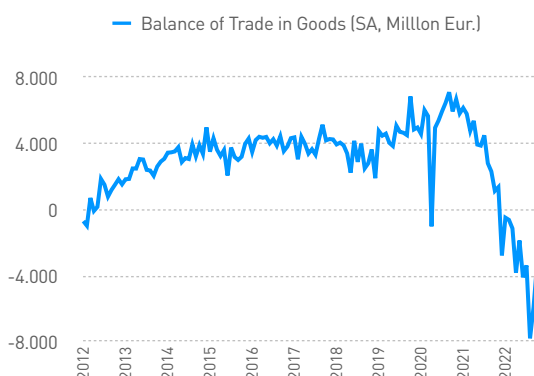
Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022(e)	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	0,8	0,5	-9,1	6,7	3,8	-0,1	1,0	-0,8	-0,6
Contribución de la demanda doméstica	1,1	-0,2	-8,2	6,8	4,6	-0,3	0,3	-0,9	-0,7
Contribución de la demanda externa	-0,3	0,7	-0,9	-0,1	-0,8	0,2	0,3	0,2	0,1
Contribución del consumo privado	0,6	0,1	-6,3	3,1	2,6	-0,4	0,1	-0,7	-0,3
Contribución de la inversión total	0,5	0,2	-1,5	3,0	1,9	0,1	0,2	-0,2	-0,3
Contribución del gasto público	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,1	-0,1	0,1	-0,1
Consumo privado (% a/a)	1,0	0,2	-10,4	5,1	4,4	-0,7	0,2	-1,2	-0,5
Gasto público (% a/a)	0,1	-0,6	0,0	1,5	0,5	0,6	-0,5	0,6	-0,5
Inversión total (% a/a)	2,8	1,2	-8,2	16,5	9,4	0,4	0,9	-1,2	-1,6
Exportaciones (% a/a)	1,6	1,8	-14,2	13,5	9,8	-0,1	0,9	-0,8	-1,0
Importaciones (% a/a)	2,8	-0,5	-12,7	14,8	13,1	-0,7	0,0	-1,4	-1,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,5	9,7	9,8	9,0	7,9	8,6	8,9	8,9	9,4
Inflación (% a/a, media)	1,1	0,6	-0,1	1,9	8,2	5,8	2,3	8,2	4,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	0,3	-0,2	3,5	12,1	4,4	2,6	6,6	4,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-1,5	-9,5	-7,2	-5,6	-4,9	-3,6	-5,0	-4,4
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,9	-6,0	-3,6	-1,7	-0,9	0,3	-1,0	-0,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,6	3,4	3,8	3,0	-0,2	0,5	0,1	0,7	-0,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,50	2,50	1,50	3,50	3,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,35	2,04	1,13	3,10	2,74
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,77	1,43	0,52	1,19	4,02	3,71	3,58	4,78	5,16
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,15	1,12	1,23	1,13	1,06	1,03	1,05	0,99	1,01
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,8	2,2	1,2	3,0	3,9	1,9	3,3	1,4	1,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-0,5	-0,7	3,3	0,1	1,7	2,4	2,5	1,9	1,1
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	25,1	-5,8	-10,9	21,1	-3,2	0,2	3,1	0,9	2,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	9,6	9,5	17,0	14,4	10,5	8,6	8,6	8,6	8,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

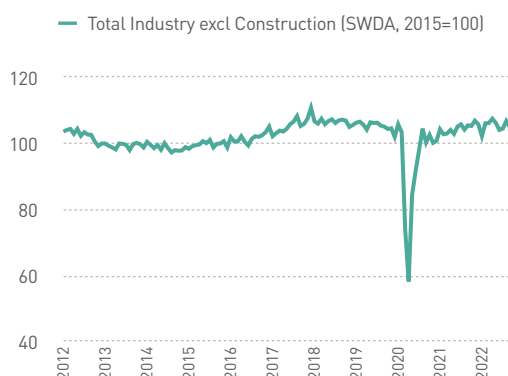
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.5-c
Italia: balanza comercial de bienes



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.5-d
Italia: producción industrial



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

curiosamente, mejoró en noviembre, presagiando que tal vez la contracción económica sea breve y poco profunda. Los índices de gestores de compras (PMIs) en diciembre también mejoran, aunque siguen en territorio de contracción (<50): con el compuesto en 49,6, el manufacturero en 48,5, el de servicios en 49,9, y el de construcción en 47,0 puntos.

En el año 2023, Italia probablemente pasará por una contracción real de su actividad económica, que se estima será breve (dos trimestres) y poco profunda, pero todo dependerá del impacto de la inflación en el consumo y en el efecto de los mayores tipos de interés. Así, para la totalidad del año 2023, se prevé un crecimiento del PIB del -0,1%, en tanto que para 2024 se estima una gradual recuperación de la actividad en el entorno del 1,0%, partiendo del supuesto que no habrá grandes disrupciones a nivel de suministro energético (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b).

Por su parte, la inflación ha frenado su ascenso, aunque todavía se sitúa en niveles altos: 11,8% en noviembre, con la inflación armonizada, la comparable entre países de la Unión Europea, en 12,5%. La alimentación subió un 13,6%, junto con la electricidad (175%), el gas (95%), los combustibles de automoción (4,4%) y los vuelos (95,0%). El comportamiento futuro de la inflación en Italia dependerá de la evolución de los costes energéticos que, de momento, seguirán altos. La subida de tipos de interés implementada por

el BCE y la moderación salarial podrán ayudar al propósito de contener la elevación de los precios.

A nivel de riesgos, en el caso de Italia importa mucho la subida de rendimiento de los bonos, que implicará gradualmente un mayor peso para las cuentas públicas. Por ahora, a nivel político interno y externo la situación está en calma. La falta de suministro de gas ruso significa para Italia, aunque en menor medida que para Alemania, pagar más caro por otras fuentes energéticas. Para estos países con alto nivel de industrialización, la energía a precios asequibles es fundamental para la competitividad de sus industrias.

1.2.6 Reino Unido

El plan fiscal de otoño parece suficiente para calmar a los mercados.

La economía del Reino Unido se contrajo ligeramente en el tercer trimestre de 2022 (-0,2% t/t y 2,4% a/a), dato que marca el inicio de lo que se espera para los próximos trimestres: una secuencia de decrecimientos que confirmen una contracción de la economía. El consumo privado decreció un -0,5% t/t y el consumo del gobierno se elevó un 1,3% t/t, en tanto que mostraron la inversión se elevó un 2,5% t/t, las exportaciones aumentaron un 8,0% t/t y las importaciones se redujeron el -3,2% t/t (véanse las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b). El gobierno del primer ministro, Rishi Sunak,

Reino Unido

- El plan fiscal de otoño planteado por el nuevo gobierno reduce gasto a medio plazo y aumenta impuestos.
- La inflación supera el 10% y la crisis energética no mejora.
- En 2023 habrá una contracción de la economía en el entorno del -0,9%, para recuperar un crecimiento del 1,2% en 2024.

consiguió con su plan fiscal de otoño encontrar un equilibrio que permitió recuperar la confianza de los mercados. A corto plazo, el gasto sigue alto, pero se anunciaron subidas de impuestos y el gobierno ha anticipado que llevará a cabo recortes a las ayudas energéticas a partir de marzo 2023. La consolidación fiscal se sigue dejando para más adelante y se prevé una deuda estabilizada para el 2024.

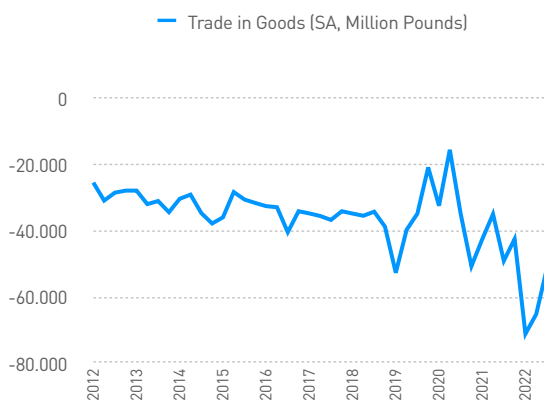
Los índices de gestores de compras (PMIs) de diciembre están todos en territorio de contracción, con el compuesto en 49,0, el de servicios en 49,9 y el manufacturero en 45,3 puntos. Las ventas al por menor en los últimos meses están contrayéndose, con una caída interanual de -6,1% en noviembre. Asimismo, la producción industrial lleva contrayéndose desde finales de 2021, con el dato más reciente (octubre) a un -2,4% a/a. La confianza del consumidor (GFK), por su parte, se mantiene muy negativa, aunque parece haber tocado fondo (-44 puntos, en noviembre).

Para el último trimestre de 2022 se prevé un modesto crecimiento de la actividad, lo que dejaría el crecimiento de 2022 en 4,4%. La perspectiva para 2023 es de contracción económica, con 4 trimestres con decrecimientos del PIB, lo que dejaría el indicador para la totalidad del año en -0,9%, en tanto que para 2024 la economía recuperaría su dinamismo con un crecimiento en el entorno del 1,2% (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-c y 1.2.6-d).

La inflación, por su parte, alcanzó en noviembre los 10,7%, con la subyacente al 6,3%. La alimentación subió un 12,7%, los suministros al hogar un 26,6%, de entre los cuales la electricidad, gas y otros combustibles lo hicieron 89%. El transporte aumentó un 7,2% (vuelos 24,3%), y los hoteles y restaurantes un 10,2%. Se espera que la inflación se sitúe por encima del 10% en el cuarto trimestre y que se empiece a moderar en 2023, aunque más lentamente de lo previamente esperado.

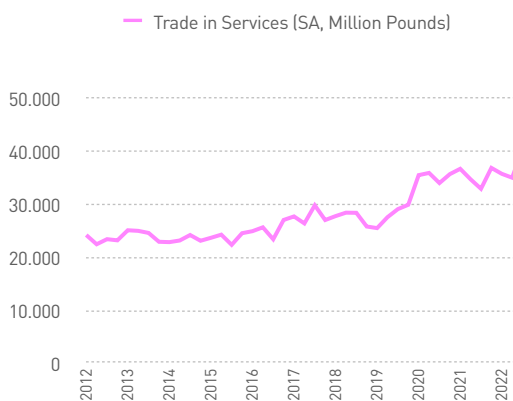
El Banco de Inglaterra elevó los tipos de interés en 50 pbs, hasta 3,50%, en su reunión de diciembre. Así, el equipo económico del banco central espera una contracción de la actividad del -0,1% t/t en el último trimestre de 2022. La inflación de noviembre ya ha bajado del 11,1% al 10,7% y las ayudas a las facturas energéticas de las familias anunciadas recientemente van a tener un efecto mínimo positivo en la inflación (estimado en -0,75 pp). Se prevé que el Banco de Inglaterra, en su reunión de febrero, suba

Gráfica 1.2.6-a
Reino Unido: balanza comercial de bienes

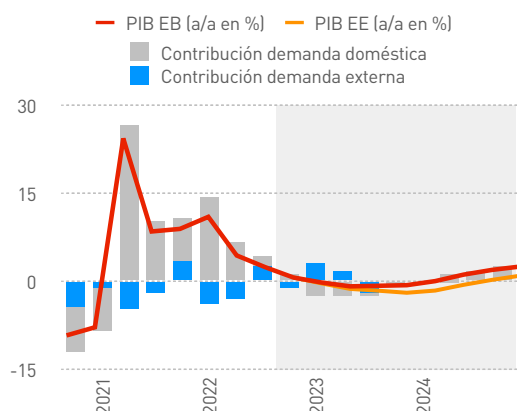


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

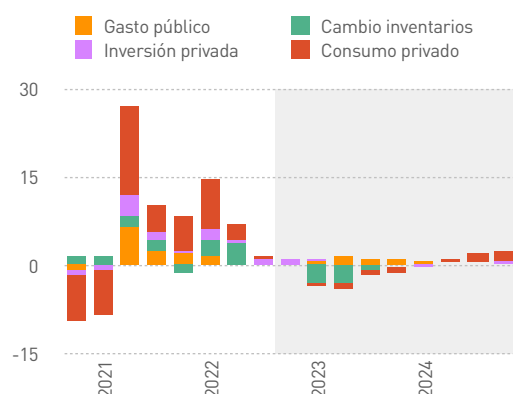
Gráfica 1.2.6-b
Reino Unido: balanza comercial de servicios



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.6-c
Reino Unido: descomposición
y previsiones del PIB


Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)

Gráfica 1.2.6-d
Reino Unido: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica


Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)

Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 ^(p)	2024 ^(p)	2023 ^(p)	2024 ^(p)
PIB (% a/a)	1,7	1,6	-11,0	7,5	4,4	-0,9	1,2	-1,3	-0,3
Contribución de la demanda doméstica	0,8	1,8	-11,9	8,2	5,8	-1,4	1,3	-2,2	-0,6
Contribución de la demanda externa	-0,1	-0,3	1,5	-1,0	-1,3	0,7	0,0	0,8	0,3
Contribución del consumo privado	1,3	0,6	-8,0	3,8	2,8	-0,9	1,0	-1,4	-0,3
Contribución de la inversión total	0,0	0,3	-1,9	1,0	1,0	0,1	0,0	-0,1	-0,6
Contribución del gasto público	0,1	0,8	-1,4	2,5	0,4	1,0	0,3	1,0	0,3
Consumo privado (% a/a)	2,1	1,0	-12,9	6,2	4,7	-1,5	1,6	-2,3	-0,5
Gasto público (% a/a)	0,3	4,1	-7,3	12,6	1,8	5,1	1,6	5,1	1,6
Inversión total (% a/a)	-0,2	1,9	-10,5	5,6	5,8	0,6	0,2	-0,8	-3,1
Exportaciones (% a/a)	3,1	1,7	-12,1	-0,3	8,9	3,6	3,3	3,1	2,2
Importaciones (% a/a)	3,3	2,6	-16,0	2,8	12,8	1,1	3,2	0,4	1,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,0	3,8	5,2	4,0	3,7	4,5	4,2	4,8	5,0
Inflación (% a/a, media)	2,5	1,8	0,9	2,6	8,9	6,9	2,5	8,1	5,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,3	1,4	0,6	4,9	10,9	4,6	2,0	7,0	4,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,2	-2,5	-13,1	-8,2	-6,3	-7,4	-4,5	-7,5	-5,5
Balance fiscal primario (% PIB)	0,5	-0,1	-11,0	-5,4	-1,4	-2,4	-0,7	-2,5	-1,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,1	-2,8	-3,2	-2,0	-5,4	-4,2	-3,6	-4,1	-3,7
Tipo de interés oficial (final período)	0,75	0,75	0,00	0,25	3,50	4,00	3,00	5,25	4,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,91	0,79	0,03	0,26	3,85	4,37	3,39	5,47	4,84
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,27	0,83	0,20	0,97	3,25	3,22	2,81	3,96	3,80
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,28	1,32	1,36	1,35	1,20	1,20	1,21	1,14	1,16
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,11	1,18	1,11	1,19	1,16	1,16	1,16	1,15	1,15
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	2,8	2,0	2,3	3,3	3,4	3,4	3,3	3,3	3,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,1	1,2	9,4	-6,3	2,6	1,6	2,9	1,6	2,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,4	2,0	12,1	-4,3	4,0	2,7	3,3	2,7	3,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	5,1	5,4	15,9	12,5	6,7	6,2	6,3	6,1	6,3

 Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
 Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

los tipos de interés otros 50 pbs, hasta 4,00%, y se estima que los seguirá subiendo hasta el 4,75%, dada la persistencia de la inflación. Los tipos implícitos en el mercado de futuros consideran más subidas, llegando hasta el 4,69%, hasta agosto o septiembre.

La contracción de la economía de Reino Unido es un hecho que se da por descontado. Los riesgos adicionales podrían provenir de un nuevo pánico en los mercados relacionado con la credibilidad fiscal de las cuentas públicas. Los altos costes de la energía y la continuación de inflación alta por un tiempo largo seguirán pesando sobre el desempeño económico. En el plano político, las elecciones legislativas no serán hasta 2024 y los conservadores tienen una desventaja grande de entre 20-25 puntos por detrás de los laboristas, según las últimas encuestas. Así, los conservadores tendrán el incentivo de intentar recortar la diferencia mediante generosidad fiscal, siempre dentro de los límites de la estabilidad aceptable para los mercados de deuda.

1.2.7 Japón

Frágil crecimiento económico con tendencia de debilitamiento de la moneda.

La economía japonesa se contrajo un -0,3% t/t en el tercer trimestre, con el consumo privado creciendo solamente un 0,3% t/t y las exportaciones un 1,9% t/t. La economía se encuentra en una situación de debilidad, provocada por diversos factores entre los

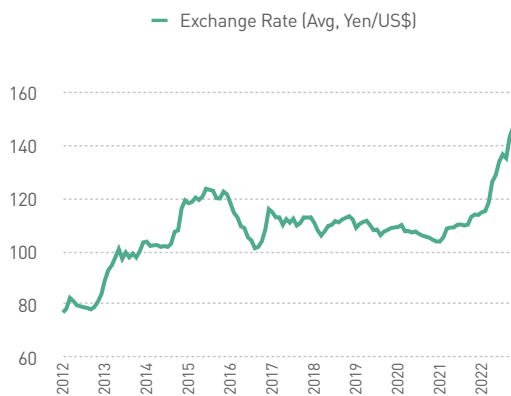
Japón

- La confianza del consumidor hace una inflexión y gira a la baja.
- La balanza comercial aún se sitúa en positivo, pero empeoran los términos de intercambio.
- El Banco de Japón amplía el rango de fluctuación del tipo de interés del bono a 10 años, lo que significa que reduce la lucha para que se mantengan bajos.
- Se prevé un crecimiento del PIB en 2023 del 1,1% y del 1,2% en 2024.

cuales destaca el proceso de envejecimiento poblacional. La crisis energética y la debilidad del yen no hacen más que consolidar este frágil dinamismo de la actividad económica (véanse la Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b). Asimismo, el precio de la energía agrava el coste de las importaciones, que crecen al 5,2% t/t. El efecto de los términos de intercambio se refleja en el hecho de que los costes de los productos importados suben por encima del 40%, mientras que los de las exportaciones solo aumentan en torno al 20%. Así, la balanza por cuenta corriente reduce su superávit (1,75% del PIB desde 2,3%), por el aumento de los costes de importación.

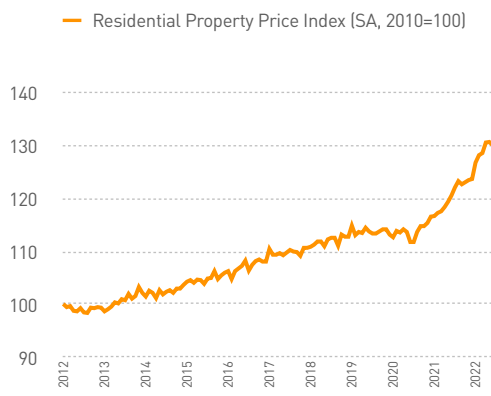
Por otra parte, las ventas al por menor en el tercer trimestre se recuperaron, y en octubre mantenían su vigor (4,3% a/a). Las ventas de automóviles de pasajeros también se recuperan, (23,6% en octubre), mientras que en

Gráfica 1.2.7-a
Japón: evolución del tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.7-b
Japón: precio de inmuebles residenciales



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

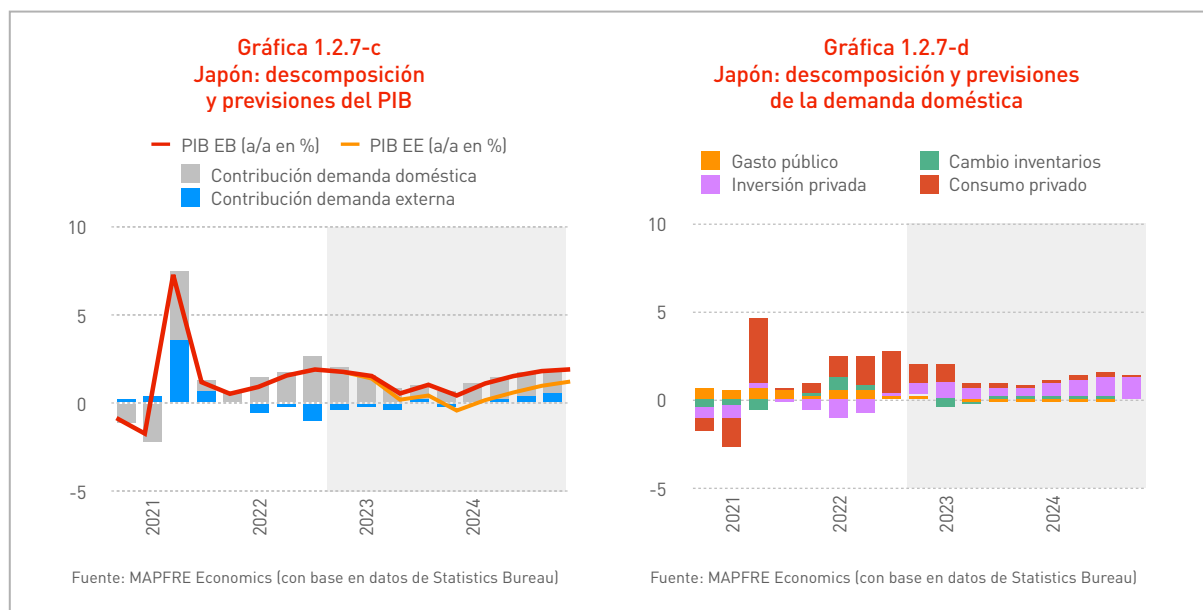


Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	0,6	-0,4	-4,7	1,7	1,5	1,1	1,2	0,4	0,7
Contribución de la demanda doméstica	0,6	0,1	-3,8	0,7	2,0	0,9	1,2	0,6	0,5
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,5	-0,9	1,1	-0,5	-0,1	0,4	-0,2	0,2
Contribución del consumo privado	0,1	-0,3	-2,9	0,7	1,6	0,4	0,2	0,3	0,0
Contribución de la inversión total	0,1	0,1	-1,3	-0,3	-0,2	0,6	1,0	0,4	0,5
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,5	0,4	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Consumo privado (% a/a)	0,2	-0,5	-5,2	1,3	2,9	0,8	0,4	0,6	0,1
Gasto público (% a/a)	1,0	1,9	2,3	2,1	1,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5
Inversión total (% a/a)	0,6	0,5	-5,0	-1,3	-0,8	2,7	4,1	1,7	2,1
Exportaciones (% a/a)	3,8	-1,4	-11,7	11,9	4,7	1,1	3,3	0,1	1,6
Importaciones (% a/a)	3,8	1,1	-6,8	5,1	7,3	1,7	1,5	1,1	0,4
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,4	2,3	3,0	2,7	2,6	2,5	2,3	2,6	2,6
Inflación (% a/a, media)	1,0	0,5	0,0	-0,2	2,4	1,5	0,8	2,3	2,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	0,5	-0,9	0,5	3,7	1,2	0,8	2,1	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-3,0	-9,0	-6,0	-7,2	-5,3	-3,3	-5,3	-3,5
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,5	3,4	2,9	4,0	2,1	3,0	3,6	3,2	3,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,25	0,00	-0,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,07	0,07	0,08	0,07	0,07	0,05	-0,02	0,05	-0,02
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,01	-0,02	0,04	0,09	0,24	0,08	-0,05	0,25	0,21
Tipo de cambio vs USD (final período)	110,83	109,12	103,54	115,00	133,73	141,71	137,13	145,41	141,03
Tipo de cambio vs Euro (final período)	126,90	122,59	127,05	130,25	145,64	146,33	143,70	144,24	142,29
Crédito privado (% a/a, media)	2,6	1,8	5,2	3,1	2,2	1,0	0,3	1,0	0,6
Crédito familias (% a/a, media)	2,5	2,2	3,1	3,6	1,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,4
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,4	3,6	7,9	3,2	1,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,3	2,9	17,1	7,3	11,2	-0,1	-0,1	0,0	0,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	1,8	3,2	12,1	7,9	1,6	0,2	0,9	0,5	1,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

camiones y autobuses las cifras siguen cayendo, aunque menos (-3% y -8%, respectivamente). La confianza de los consumidores no consigue volver a los niveles pre-pandémicos, y ha vuelto a girar a la baja en los últimos meses (-58,4 en septiembre). El índice de indicadores adelantados también prosigue su bajada (97,5 en septiembre). En particular, los índices de gestores de compras (PMIs) de noviembre muestran empeoramiento de condiciones: con el compuesto en 48,9 puntos, el manufacturero en 49,4 y el de servicios en 50,0. Asimismo, los índices de condiciones de negocio Tankan reflejan preocupación sobre el futuro, especialmente entre la pequeña y mediana empresa.

En este contexto, aunque se prevé cierta recuperación en el cuarto trimestre de 2022 (con lo que el crecimiento para el total del año se situaría en el 1,5%), el crecimiento se volverá débil en 2023 y 2024, en parte por la desaceleración económica mundial y los altos costes energéticos. De esta forma, nuestras estimaciones apuntan a que el PIB crecerá en 1,1% en 2023 y 1,2% en 2024 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-c y 1.2.7-d).

La inflación, por su parte, ha llegado al 3,8% en noviembre, con la subyacente en 1,5%, valores altos en el contexto japonés. Los alimentos suben un 6,9%, y la energía un 13,3%, con la electricidad (20,1%), el gas (21,0%) y otros combustibles (5,5%) repuntando. El Banco de Japón, en su reunión del 20 de diciembre, mantuvo los tipos de interés en -0,10%, pero ha ampliado el rango de fluctuación del rendimiento del bono a 10 años. Esto significa que dejará que los tipos suban, reduciendo su influencia en el "control de la curva". El banco central japonés era el único que aún no había variado su posición de política monetaria y esta decisión de política monetaria ha sorprendido a los mercados. La rentabilidad del bono a 10 años subió 15 pbs, de 0,25% a 0,40%, la bolsa cayó un -2,5%, y la moneda se revalorizó un 3,4%.

El mayor riesgo para la economía japonesa radica en la debilidad de la moneda, aunque más recientemente se ha estabilizado a medida que el dólar también ha perdido algo de fuerza. La política de compra ilimitada de bonos para controlar la curva de tipos de interés presagia más debilidad de la moneda si los demás bancos centrales no siguen con esa política.

Las intervenciones en el tipo de cambio han tenido muy poco efecto, y han sido las perspectivas de recesión en Estados Unidos y la reciente moderación en el aumento de los tipos de interés por parte de la Reserva Federal lo que ha frenado el descenso del yen.

1.2.8 Turquía

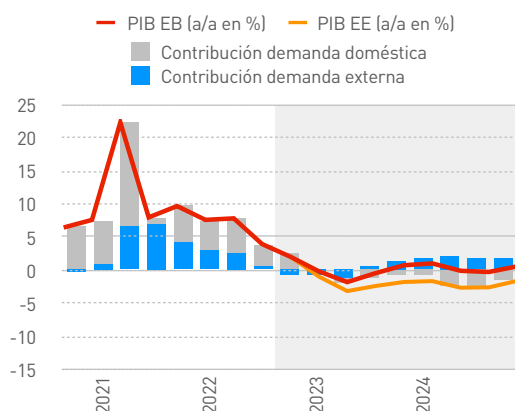
Estabilidad macroeconómica en la antesala de las próximas elecciones.

La economía de Turquía creció un 3,9% a/a en el tercer trimestre de 2022, pero a nivel inter-trimestral ya está desacelerando marginalmente (-0,1% t/t). El consumo privado cayó un -3,9% t/t, aunque a nivel interanual ha seguido subiendo un 19,9% a/a, posiblemente animado por los bajos tipos de interés y las expectativas de inflación. Asimismo, las exportaciones crecen al 13,2%, y las importaciones al 11,5%. El índice adelantado del sector manufacturero (PMI) de diciembre (45,7) sigue en territorio de contracción desde marzo, indicando una desaceleración manufacturera para los próximos meses. La encuesta de servicios (-1,1%) y comercio al por menor (0,0% a/a), por su parte, revelan también un enfriamiento de la economía.

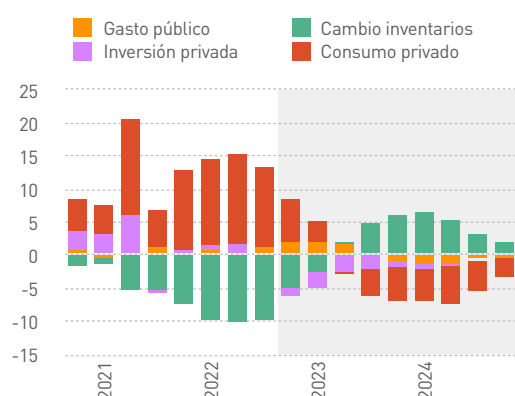
Después de un primer semestre con buen comportamiento de la actividad, en el segundo ya se empezó a notar una cierta desaceleración. Se estima que, en ausencia de algún evento sorpresivo, la contracción económica será corta, poco profunda y limitada al segundo trimestre de 2022, con lo que la economía habrá crecido en el conjunto del año en el entorno del 5,0%. Para 2023, se prevé un crecimiento del 1,6%, y del 2,0% para 2024; una desaceleración importante desde el dato de 2022, motivada por las condiciones inflacionarias y el contexto de desaceleración

Turquía

- La inflación persiste: el índice general está en el 84%, la subyacente en el 69% y los precios al productor en 136%.
- El banco central mantuvo los tipos de interés en el 9,0% en diciembre.
- Se estima que, en 2023, el PIB crecerá un 1,6% y en el entorno del 2,0% en 2024.

Gráfica 1.2.8-a
Turquía: descomposición
y previsiones del PIB


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

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


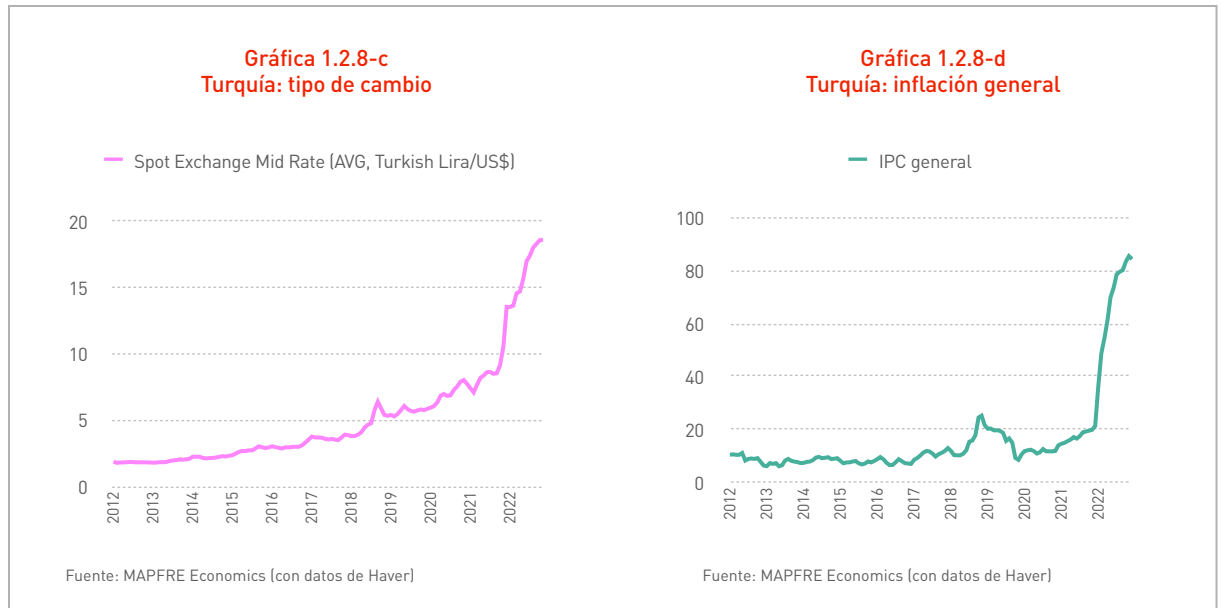
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)

Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	3,0	0,8	1,9	11,4	5,0	1,6	2,0	-2,2	-2,2
Contribución de la demanda doméstica	-0,6	-1,4	7,0	6,6	3,7	-0,6	-1,6	-2,6	-4,1
Contribución de la demanda externa	3,6	2,2	-5,0	4,8	1,3	0,1	1,8	0,4	1,9
Contribución del consumo privado	0,3	0,9	1,9	9,1	11,0	-1,8	-4,6	-3,3	-6,3
Contribución de la inversión total	-0,1	-3,6	1,8	1,9	0,2	-1,8	-0,2	-2,4	-1,0
Contribución del gasto público	0,9	0,5	0,4	0,4	1,0	0,6	-0,8	0,6	-0,8
Consumo privado (% a/a)	0,6	1,5	3,3	15,3	17,8	-2,6	-6,8	-4,8	-9,4
Gasto público (% a/a)	6,5	3,8	2,5	2,6	7,6	4,5	-5,5	4,5	-5,5
Inversión total (% a/a)	-0,2	-12,5	7,4	7,4	0,7	-7,6	-1,0	-9,9	-4,7
Exportaciones (% a/a)	8,8	4,2	-14,4	24,9	10,3	-0,3	3,0	-0,6	1,8
Importaciones (% a/a)	-6,2	-5,0	6,7	2,4	5,7	-0,8	-5,2	-2,9	-7,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,3	13,3	12,9	11,0	10,3	11,1	11,0	11,8	12,4
Inflación (% a/a, media)	16,3	15,2	12,3	19,6	72,2	51,0	26,1	55,0	39,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	22,4	10,3	13,5	25,8	79,0	42,9	28,3	47,4	34,2
Balance fiscal (% PIB)	-1,9	-2,9	-3,5	-2,7	-1,9	-2,3	-0,9	-2,7	-2,0
Balance fiscal primario (% PIB)	0,0	-0,6	-0,8	-0,2	0,0	-1,0	0,1	-1,2	-0,7
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,6	1,4	-4,4	-0,9	-5,2	-3,0	-1,5	-2,7	-2,0
Tipo de interés oficial (final período)	24,00	11,50	17,00	14,00	9,00	8,00	6,50	13,50	13,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	24,07	10,76	17,53	15,63	9,88	8,91	7,49	14,48	13,99
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,53	11,95	12,51	22,99	10,56	10,07	9,14	14,39	13,53
Tipo de cambio vs USD (final período)	5,29	5,95	7,44	13,32	18,63	20,50	22,02	22,26	23,59
Tipo de cambio vs Euro (final período)	6,06	6,68	9,11	15,23	19,00	21,17	23,07	22,08	23,81
Crédito privado (% a/a, media)	20,2	8,4	30,1	23,9	53,7	32,9	16,9	34,0	16,9
Crédito familias (% a/a, media)	9,8	3,3	41,8	20,3	24,7	13,6	11,8	10,7	8,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	18,2	5,5	29,0	23,2	50,2	30,8	22,6	25,8	15,4
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	25,1	18,3	21,2	31,5	104,2	47,7	27,6	46,9	27,4
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media)	32,0	30,4	20,9	22,7	9,0	5,7	4,4	7,0	6,4

 Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
 Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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



global (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

La inflación alcanzó un 84,4% en noviembre con los alimentos creciendo un 103%, la vivienda un 83%, los restaurantes y hoteles un 80%, y el transporte un 107%. La inflación subyacente (76,2%) y los precios al productor (136%) muestran que la inflación seguirá anclada en niveles altos por algún tiempo más. La lira turca, con un tipo de cambio acercándose a 18,71 TRY/USD y 19,9 TRY/EUR, proseguirá su tendencia a depreciarse (véanse las Gráficas 1.2.8-c y 1.2.8-d). El Banco Central de Turquía ha mantenido en diciembre los tipos de interés (Repo a 1 semana) en el 9,00%. El banco central ha anunciado que continuará utilizando todos los instrumentos disponibles en el marco de la estrategia de "liralización" (aumento del uso de la Lira) hasta que los indicadores apunten a una caída permanente de la inflación y se alcance el objetivo del 5% a medio plazo. De acuerdo con el banco central, la estabilidad del nivel general de precios fomentará la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera mediante la caída de la prima de riesgo-país, la continuación de la inversión de la sustitución de divisas y la tendencia al alza de las reservas de divisas, así como la disminución duradera de los costes de financiación. Esto crearía una base viable para que la inversión, la producción y el empleo sigan creciendo de forma sana y sostenible. No obstante, Turquía acumula una gran cantidad de riesgos. La depreciación de su moneda va agravando su déficit por cuenta corriente (-4,6% del PIB en el tercer trimestre

de 2022). Por otra parte, la reducción de flujos de inversión hacia ese país afecta a las reservas internacionales.

En el terreno político, Turquía tendrá elecciones presidenciales en junio de 2023, con segunda vuelta en julio si fuera necesario. La estrategia heterodoxa de política monetaria de bajar tipos de interés cuando el resto del mundo los está subiendo es contraintuitiva y de alto riesgo, pero el actual gobierno parece estar dispuesto a todo lo que esté en sus manos a fin de mantener la dinámica de la actividad económica con el objetivo asegurarse la permanencia.

1.2.9 México

El año 2023 se vislumbra complicado.

La economía mexicana creció un 4,3% a/a (0,9% t/t) en el tercer trimestre del año, con el consumo privado creciendo al 6,4% a/a, la inversión al 3,8% a/a y las exportaciones al 11,6% a/a. Con ello, se prevé que el PIB haya crecido en torno al 2,7% en el conjunto de 2022. No obstante, los tipos de interés e inflación más altos, así como el contexto externo en desaceleración económica concluirán en un crecimiento más suave en el último trimestre del año y en el inicio del 2023. La producción industrial ha rebotado ligeramente en octubre (0,3% m/m), incluyendo la de construcción 1,0%, y las ventas al por menor han crecido ligeramente en octubre 0,7%, pero en alimentación caen (-3,7%).

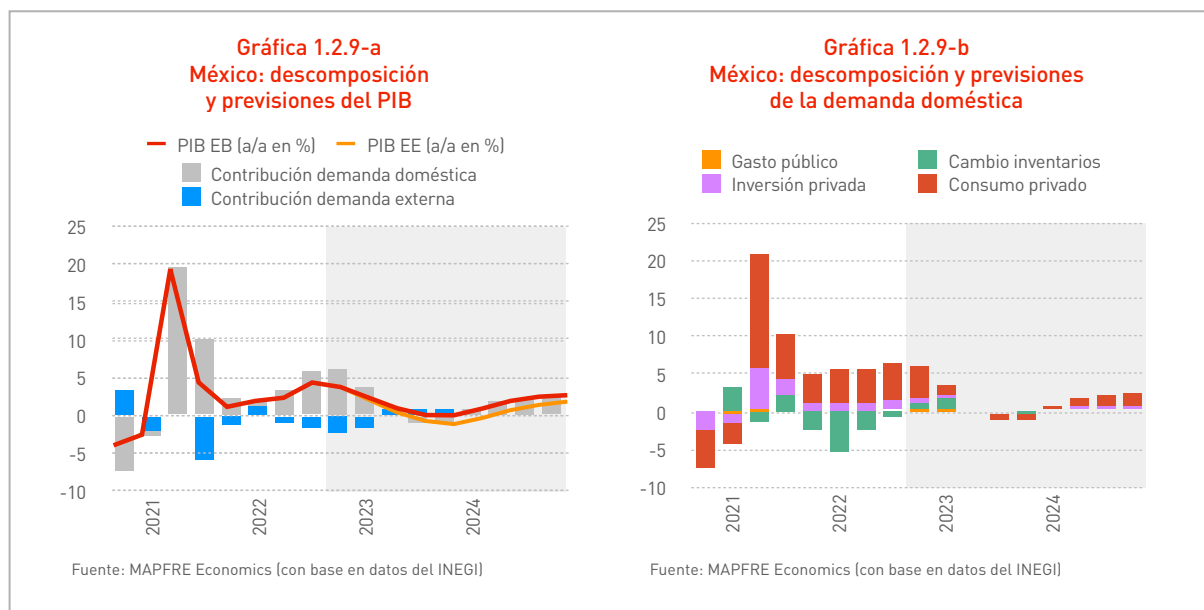


Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 ^(p)	2024 ^(p)	2023 ^(p)	2024 ^(p)
PIB (% a/a)	2,2	-0,2	-8,2	4,9	2,7	1,0	1,8	0,1	0,9
Contribución de la demanda doméstica	2,4	-1,0	-10,7	7,3	3,9	0,6	1,8	-0,5	0,5
Contribución de la demanda externa	-0,2	0,8	2,6	-2,4	-0,9	0,2	0,1	0,6	0,4
Contribución del consumo privado	1,7	0,2	-7,1	5,1	4,6	0,0	1,1	-0,7	0,3
Contribución de la inversión total	0,2	-1,0	-3,4	1,6	1,1	0,0	0,3	-0,3	-0,1
Contribución del gasto público	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2
Consumo privado (% a/a)	2,6	0,4	-10,5	7,7	6,8	0,0	1,6	-1,0	0,5
Gasto público (% a/a)	2,8	-1,8	-0,2	1,0	1,6	2,5	2,0	2,5	2,0
Inversión total (% a/a)	0,8	-4,7	-17,8	9,5	5,8	0,2	1,7	-1,4	-0,8
Exportaciones (% a/a)	5,9	1,5	-7,2	6,8	7,0	-0,1	3,7	-0,7	2,1
Importaciones (% a/a)	6,4	-0,7	-14,1	14,1	9,4	-0,6	3,3	-2,2	1,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,3	3,4	4,5	3,7	3,6	3,7	3,8	4,0	4,3
Inflación (% a/a, media)	4,9	3,6	3,4	5,7	8,0	5,2	3,8	6,2	5,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,8	2,9	3,5	7,0	8,2	4,6	3,8	6,1	4,9
Balance fiscal (% PIB)	-2,0	-1,7	-2,8	-3,0	-2,8	-3,1	-3,0	-3,4	-3,7
Balance fiscal primario (% PIB)	0,6	1,1	0,1	-0,3	0,1	-0,3	0,0	-0,4	-0,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,0	-0,3	2,5	-0,4	-1,3	-1,8	-1,7	-0,9	-0,4
Tipo de interés oficial (final período)	8,25	7,25	4,25	5,50	10,50	9,00	6,25	11,50	7,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	8,63	7,45	4,47	5,86	10,75	9,31	6,56	11,68	7,99
Tipo de interés a 10 años (final período)	8,70	6,84	5,23	7,57	9,76	8,79	7,32	11,15	8,66
Tipo de cambio vs USD (final período)	19,65	18,93	19,88	20,50	19,99	21,01	21,36	22,08	22,40
Tipo de cambio vs Euro (final período)	22,50	21,26	24,40	23,22	20,38	21,70	22,39	21,90	22,60
Crédito privado (% a/a, media)	10,4	8,9	5,2	-1,0	8,8	7,2	5,8	6,8	4,9
Crédito familias (% a/a, media)	8,4	6,2	1,6	4,4	8,3	6,3	8,0	5,1	6,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-0,8	6,2	3,7	18,3	12,2	16,3	9,1	17,2	9,8
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media]	12,3	16,4	22,0	22,5	21,7	17,0	16,7	17,3	16,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

México

- La alta inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras hacen prever un empeoramiento económico, siendo los sectores inmobiliario y de la construcción los más sensibles al entorno.
- La desaceleración económica de sus principales socios comerciales, especialmente de los Estados Unidos, se reflejará en las exportaciones.
- Se prevé una desaceleración de la economía mexicana en 2023 al 1,0%, para luego recuperar cierto dinamismo en 2024.

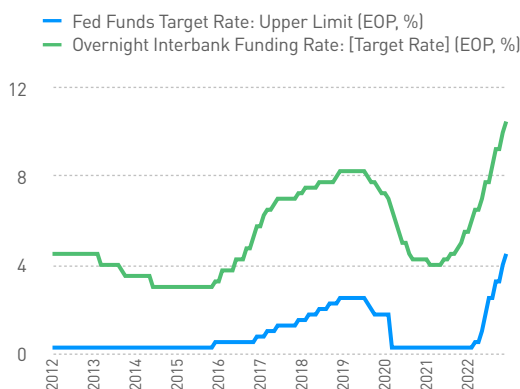
En el ámbito de encuestas a la actividad, la expectativa de pedidos de fábrica mejora situándose en 53,2 puntos y la confianza de las empresas baja en 49,3, y el índice de gestores de compras para el sector manufacturero (PMI) de noviembre está ligeramente en positivo, en 50,6 puntos. Asimismo, la producción de automóviles ha ido mejorando a lo largo de 2022 a medida que se iban normalizando las cadenas de suministro, mientras que las ventas se han ido estabilizando después de 6 años bajando. En este contexto, nuestras previsiones apuntan a un crecimiento más débil en los próximos dos años, estimándose que será del 1,0% en 2023 y del 1,8% en 2024 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Por su parte, la inflación en la economía mexicana se situó en 7,77% en la primera

quincena de diciembre, con la subyacente en 8,35%. En la más reciente medición mensual, la alimentación subía un 14%,0, los hoteles y restaurantes, 12,4%, los servicios 10,4%, y la energía 3,2% (precios administrados, un 5,6%). Así, se prevé que la inflación siga siendo alta, con un promedio de 5,2% en 2023. El Banco de México, en su reunión de diciembre, subió los tipos oficiales en 50 pbs, hasta el 10,5%. El banco central empezó a subir tipos antes que la Reserva Federal, y desde el principio ha acompañado las subidas con el objetivo de mantener el diferencial y proteger el tipo de cambio y su efecto de *pass-through* sobre la inflación. Por este motivo, y por la dinámica de las exportaciones, el peso se ha fortalecido desde los 21 MXN/USD a inicio de año a los niveles de 19,35 MXN/USD a fecha de este informe (véanse las Gráficas 1.2.9-c y 1.2.9-d).

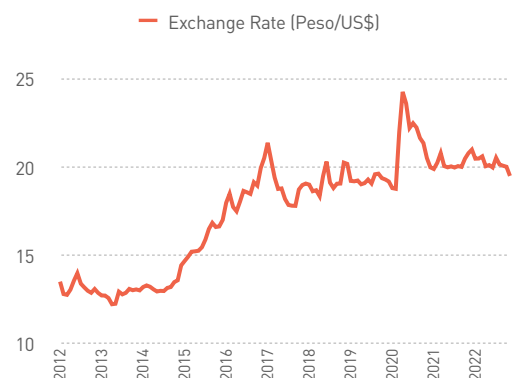
Respecto a los riesgos para la economía mexicana, se anticipa una desaceleración del crecimiento por la alta inflación, las condiciones financieras más restrictivas, la contracción de la demanda externa y la eventual reducción de los subsidios a la energía. De hecho, las condiciones financieras más estrictas ya están afectando al sector de la construcción, y la posible recesión en Estados Unidos afectará al nivel de las exportaciones mexicanas.

Gráfica 1.2.9-c
México: tipo de interés oficial vs tipos de la Reserva Federal



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica 1.2.9-d
México: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

1.2.10 Brasil

Un 2022 mejor de lo esperado, pero inicia la desaceleración económica.

La economía brasileña ha sorprendido positivamente en 2022. En el tercer trimestre del año, creció un 3,6% a/a (0,4% t/t). El consumo privado todavía está saludable con un crecimiento del 4,6% a/a, en tanto que la inversión crece un 5,0% a/a, mientras que las exportaciones lo hacen un 8,1%, pero menos que las importaciones (10,6%). El indicador de confianza de la industria (Fundación Getulio Vargas) apunta a un empeoramiento de las condiciones (-7,0), mientras que la confianza del consumidor ha tocado techo, mejorando en 2022 gracias al mejor desempeño económico. Por su parte, las encuestas a los gestores de compras (PMIs) de noviembre empeoran: el compuesto en 49,8, el manufacturero en 44,3 y el de servicios en 51,6 puntos. De esta forma, para 2023 se prevé un crecimiento desacelerando al 0,9% (desde el 3,0% estimado para 2022) y para 2024 un crecimiento del 2,0% (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-c y 1.2.10-d).

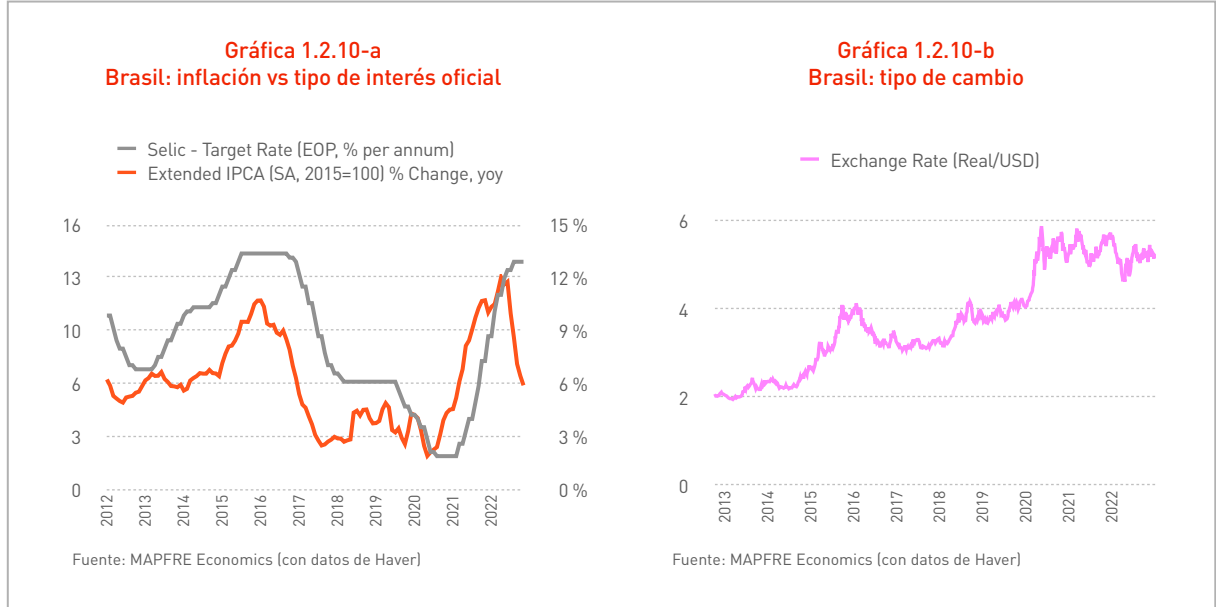
La inflación en Brasil se ha moderado, al bajar cinco meses consecutivos desde un máximo de 11,9% en junio hasta un 5,9% en noviembre (0,4% m/m, IPCA general). Las partidas con mayores subidas de precios siguen siendo alimentación (11,8%), los bienes para el hogar (8,7%) y el vestuario (18,7%), mientras que los

Brasil

- Se ha revisado al alza la estimación de crecimiento para 2022 al 3,0%.
- La economía brasileña se encuentra menos correlacionada con Estados Unidos y Europa, pero se ve afectada por la energía más cara y las condiciones financieras globales más restrictivas.
- Las expectativas para 2023 son de una desaceleración en el entorno del 0,9%, y de un crecimiento del 2,0% para 2024.

combustibles hacen bajar el IPC (-23,9%). El banco central, en su reunión de diciembre, mantuvo los tipos de interés SELIC en 13,75% (véanse las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b). Esta decisión refleja la incertidumbre en torno a sus escenarios y un equilibrio de riesgos con una varianza aún mayor de lo habitual para la inflación prospectiva. Además, la decisión es compatible con la estrategia de convergencia de la inflación en torno al objetivo en el horizonte pertinente, que incluye 2023 y 2024. Sin perjuicio de su objetivo fundamental de garantizar la estabilidad de precios, esta decisión del banco central implica suavizar las fluctuaciones del nivel de actividad económica y fomentar el pleno empleo.

A las expectativas de desaceleración de la economía brasileña para los próximos trimestres contribuirá un entorno internacional de condiciones financieras más restrictivas y



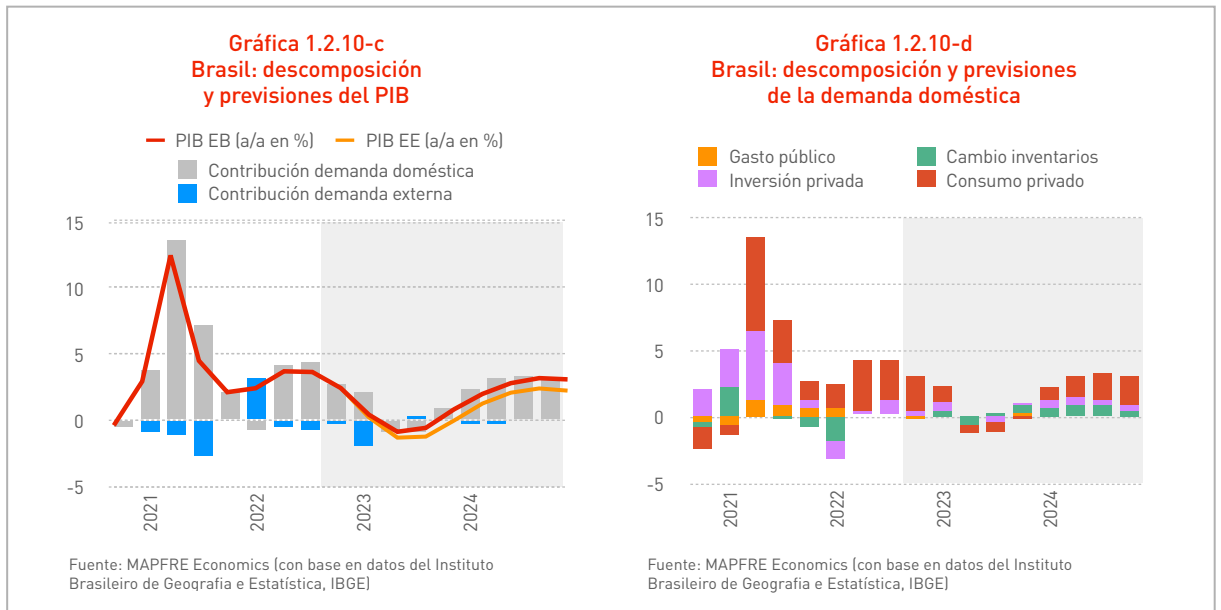


Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 ^(p)	2024 ^(p)	2023 ^(p)	2024 ^(p)
PIB (% a/a)	1,7	1,2	-3,6	5,3	3,0	0,9	2,0	-0,6	2,0
Contribución de la demanda doméstica	2,5	1,8	-4,9	6,4	2,7	0,3	3,0	-0,4	2,1
Contribución de la demanda externa	-0,8	-0,6	1,3	-1,1	0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1
Contribución del consumo privado	1,6	1,8	-3,2	2,6	2,8	-0,1	1,8	-0,5	1,3
Contribución de la inversión total	0,8	0,7	-0,3	2,9	0,1	0,1	0,5	-0,2	0,1
Contribución del gasto público	0,1	-0,1	-0,6	0,6	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,4	2,6	-4,6	3,7	4,2	-0,2	2,6	-0,7	1,9
Gasto público (% a/a)	0,8	-0,5	-3,7	3,5	1,1	0,6	0,5	0,6	0,5
Inversión total (% a/a)	5,2	4,0	-1,7	16,6	0,5	0,5	2,6	-1,3	0,4
Exportaciones (% a/a)	3,4	-2,5	-2,7	6,4	4,1	-1,4	3,7	-2,0	2,3
Importaciones (% a/a)	7,7	1,4	-9,4	12,1	1,3	0,9	4,3	-0,5	2,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,7	11,1	14,2	11,1	8,5	8,5	8,3	8,7	8,8
Inflación (% a/a, media)	3,7	3,7	3,2	8,3	9,3	5,0	3,8	6,8	6,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,1	3,4	4,3	10,5	6,0	4,9	3,9	7,3	5,6
Balance fiscal (% PIB)	-7,0	-5,8	-13,3	-4,3	-4,6	-7,7	-7,4	-8,0	-8,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-0,8	-9,2	0,7	1,3	-1,7	-0,7	-1,8	-1,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,8	-3,6	-1,9	-2,8	-2,6	-2,8	-3,4	-2,9	-3,6
Tipo de interés oficial (final período)	6,50	4,50	2,00	9,25	13,75	12,50	8,25	16,50	14,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6,40	4,40	1,90	9,15	13,65	12,30	8,22	16,37	14,08
Tipo de interés a 10 años (final período)	9,24	6,81	6,98	10,31	12,64	12,20	11,34	15,35	14,66
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,87	4,03	5,20	5,58	5,25	5,35	5,41	5,68	5,74
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,44	4,53	6,38	6,32	5,36	5,52	5,67	5,64	5,79
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	7,0	10,8	10,1	17,7	19,6	8,0	9,4	7,9	9,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	16,4	15,8	19,0	22,2	19,4	15,8	14,4	15,7	14,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

un dólar fuerte. A medio plazo, Brasil sigue con el desafío de equilibrar las cuentas públicas (déficit superior al 4% del PIB). Por el lado positivo, se tiene que Brasil es una economía menos abierta que los países occidentales y esto puede ser una ventaja al enfrentar la desaceleración de la demanda global, aunque los costes energéticos y las exportaciones e importaciones siguen vulnerables al contexto internacional y a la fortaleza del dólar.

1.2.11 Argentina

Desaceleración económica con las elecciones generales a la vista.

La economía argentina creció un 5,9% a/a (1,7% t/t) en el tercer trimestre de 2022, con el consumo creciendo un 10,2%, el consumo público un -0,1%, la inversión un 14,0%, las exportaciones un -4,6%, y las importaciones un 21,0% (véase las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b). Esta relativa fortaleza de la actividad económica antecede a un final de año en desaceleración y un inicio del 2023 que se prevé complicado, con una inflación por encima del 90% y una moneda que se seguirá depreciando a medida que la base monetaria sigue creciendo ayudada por la entrada de dinero de organismos multilaterales (Fondo Monetario Internacional y Banco Interamericano de Desarrollo).

Por otra parte, la confianza del consumidor sigue cayendo (35,15 en noviembre), con una tendencia de largo plazo también a la baja. Las

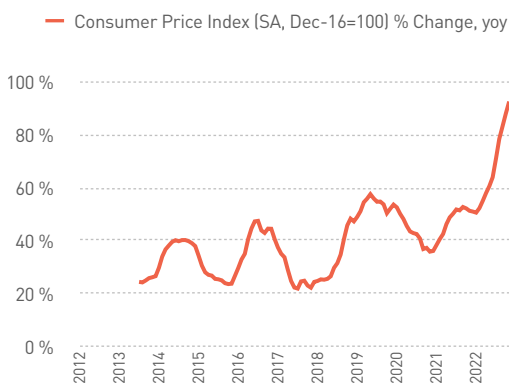
Argentina

- La inflación argentina se ha anclado en niveles muy altos.
- La depreciación de la moneda resulta de un aumento constante de la masa monetaria que retroalimenta la inflación.
- Se prevé un crecimiento importante en 2022 (4,9%), pero seguido de una fuerte desaceleración en 2023 en el entorno del 0,4%.

ventas al por menor crecen, pero a un menor ritmo (18% en centros comerciales y 0,8 en supermercados a septiembre). Las ventas de coches se estabilizaron en niveles bajos desde hace 4 años, y la producción industrial crece, pero se empieza a moderar (4,3% a/a en octubre). El indicador adelantado (Universidad Torcuato Di Tella) lleva meses cayendo, apuntando a una desaceleración económica. En este contexto, nuestra previsión de crecimiento para 2023 es de 0,4% (desde un estimado del 4,9% en 2022), y una gradual recuperación en 2024 hasta el 1,2% (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-c y 1.2.11-d).

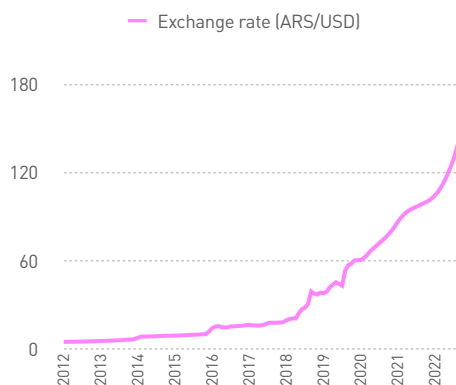
La inflación, por su parte, se situó en un 92,4% en noviembre, con la subyacente en 89,1% y la expectativa es que se mantenga alta en todo 2023, en el entorno del 99,6%. La subida de precios se está verificando en todos los segmentos, incluyendo alimentos, ropa, transporte, ocio y cultura. La rúbrica de electricidad, gas y agua sube menos (66,3%), al

Gráfica 1.2.11-a
Argentina: inflación (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.11-b
Argentina: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

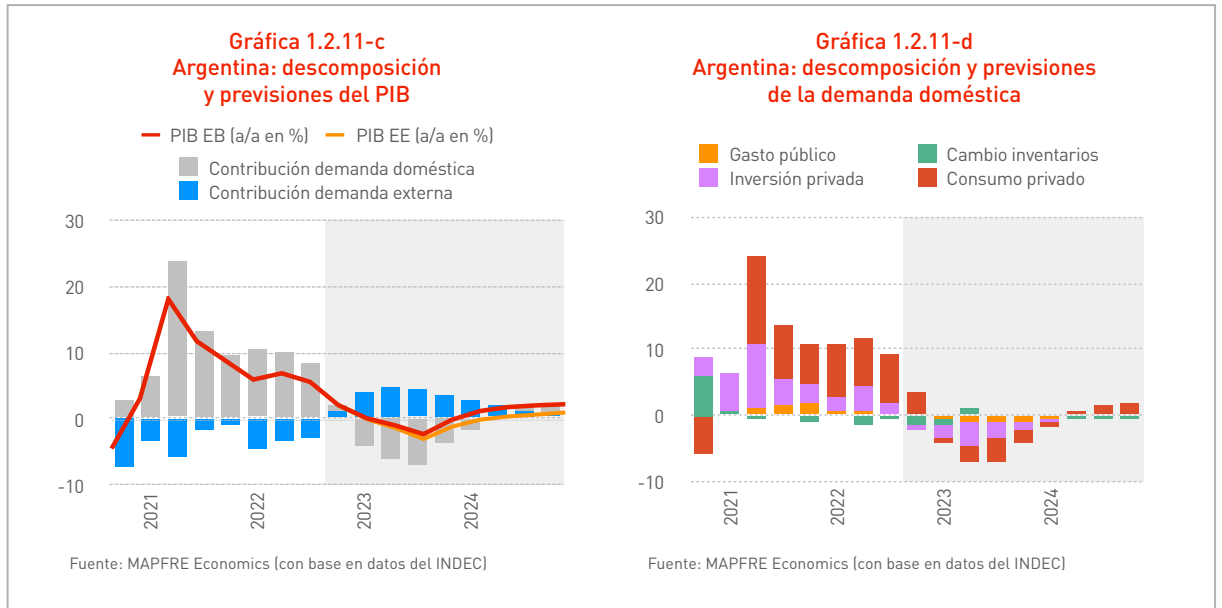


Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 ^(p)	2024 ^(p)	2023 ^(p)	2024 ^(p)
PIB (% a/a)	-2,6	-2,0	-9,9	10,4	4,9	0,4	1,2	-1,4	0,5
Contribución de la demanda doméstica	-4,1	-9,5	-10,3	13,3	7,5	-5,2	0,1	-5,9	-1,3
Contribución de la demanda externa	1,5	7,5	0,3	-2,9	-2,3	4,4	1,8	4,6	1,8
Contribución del consumo privado	-1,7	-4,6	-9,8	6,8	6,4	-2,2	0,7	-2,7	-0,3
Contribución de la inversión total	-1,2	-3,2	-2,2	5,6	1,6	-2,4	0,0	-2,6	-0,4
Contribución del gasto público	-0,3	-0,9	-0,2	1,0	0,3	-0,8	-0,2	-0,8	-0,2
Consumo privado (% a/a)	-2,2	-6,1	-13,7	10,0	9,4	-3,1	1,0	-3,9	-0,5
Gasto público (% a/a)	-1,9	-6,4	-1,9	7,1	2,3	-5,7	-1,7	-5,7	-1,7
Inversión total (% a/a)	-5,7	-16,0	-13,0	33,4	8,1	-11,7	0,0	-12,8	-2,3
Exportaciones (% a/a)	0,6	9,8	-17,7	9,2	4,4	0,7	1,2	0,2	-0,4
Importaciones (% a/a)	-4,5	-18,7	-18,5	22,0	13,5	-16,3	-6,8	-17,3	-8,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	9,1	8,9	11,0	7,0	7,0	8,4	7,4	8,7	8,1
Inflación (% a/a, media)	34,3	53,5	42,0	48,4	73,1	99,6	75,7	103,4	84,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	47,4	52,2	36,4	51,4	94,2	93,1	67,3	99,5	76,4
Balance fiscal (% PIB)	-4,9	-3,8	-8,4	-3,6	-3,9	-3,0	-1,9	-3,1	-2,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,3	-0,4	-6,4	-2,1	-2,1	-1,6	-1,1	-1,7	-1,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,9	-0,8	0,8	1,4	-0,5	-0,5	0,3	-0,5	0,2
Tipo de interés oficial (final período)	59,25	55,00	38,00	38,00	87,00	90,00	70,00	90,50	74,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	56,76	45,13	29,55	31,49	85,00	88,01	68,01	88,42	72,57
Tipo de interés a 10 años (final período)	16,85	30,24	21,68	25,52	33,09	32,71	30,87	35,25	33,58
Tipo de cambio vs USD (final período)	37,70	59,89	84,15	102,72	175,16	327,63	536,03	361,24	585,44
Tipo de cambio vs Euro (final período)	43,17	67,28	103,26	116,34	178,60	338,31	561,74	358,39	590,82
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	52,3	15,3	22,9	34,6	53,0	12,1	66,0	10,9	63,3
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., media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INDEC)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

tener precios regulados. La última encuesta mensual de expectativas realizada por el banco central apunta a que la inflación a finales de 2022 se situará en torno al 99%, en 99,7% en 2023 y 75,0% en 2024. Los tipos de interés de referencia LELIQ a 28 días se sitúan sin variación en el 75,0%. La otra tasa de referencia es la BADLAR de bancos privados, que se situaba a fecha de este informe en el 69,6%, y el mercado estima que se acerque a los 70% en 2023. El peso argentino seguirá depreciándose a raíz del aumento de masa monetaria y de las inyecciones de dinero llegado en forma de ayuda externa. A fecha de este informe la moneda ya supera los 174 pesos/USD.

Argentina tendrá elecciones generales en octubre de 2023 y, en el periodo que le antecede, las reformas estructurales se suelen aplazar, empujándolas para el siguiente ejecutivo. En general, se prevé que la inflación siga siendo alta y la moneda siga depreciándose en medio de un panorama a medio plazo que es desafiante.

1.2.12 China

La desaceleración económica mundial y problemas internos marcarán un 2023 más complejo.

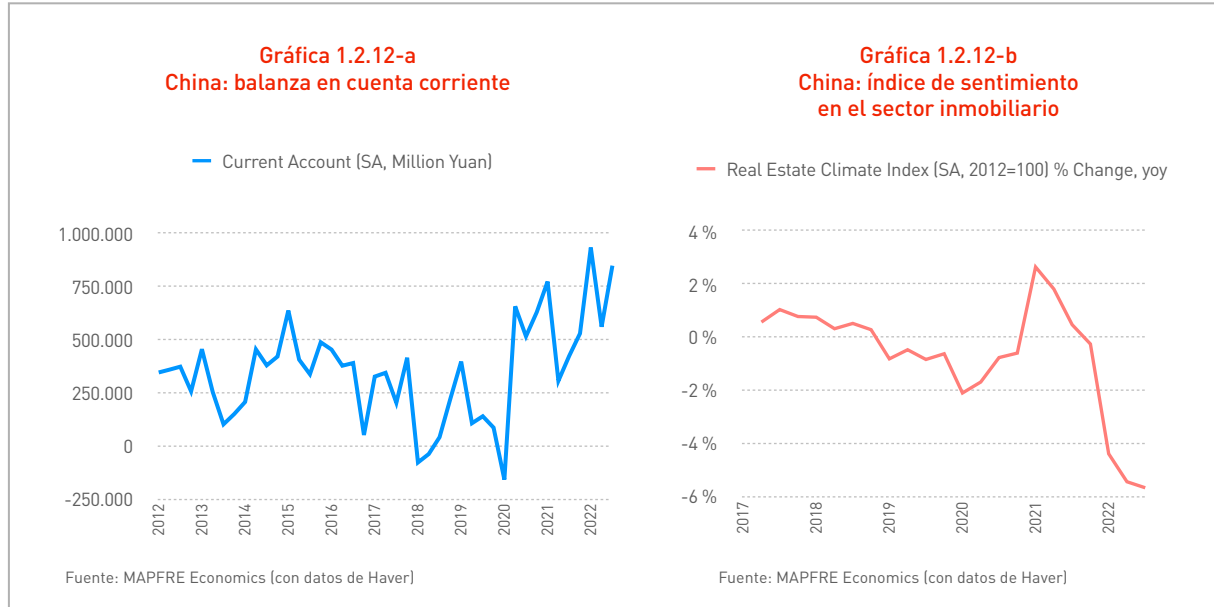
La economía china recuperó impulso en el tercer trimestre de 2022, con un crecimiento del 3,9% a/a (3,9% t/t). No obstante, en el cuarto trimestre se han vuelto a vivir confinamientos

China

- Las exportaciones están en caída por la desaceleración económica en los principales mercados.
- La recuperación del consumo podría proseguir en 2023 si se levantan los confinamientos.
- Persisten los problemas del sector inmobiliario y el banco central ayuda al sistema bancario bajando ratio de reservas.
- Aun así, se prevé un crecimiento estable para 2023 y 2024, en el entorno del 4,8%.

sanitarios forzados, con lo que el crecimiento podría moderarse (0,9% t/t estimado). Se espera que consumo privado empiece a desacelerarse, pero recuperándose si se levantan los confinamientos, en tanto que las exportaciones podrían caer en 2023 debido a la recesión en muchos países de destino.

Con respecto a indicadores más recientes que anticipan sobre el desempeño de la economía china en el último trimestre de 2022, las ventas al por menor se han ralentizado (0,5% en noviembre), en tanto que las ventas de automóviles de pasajeros crecen, pero menos (11% en octubre vs 33% en septiembre), y los vehículos comerciales sufren una caída del 16,1%. La confianza del consumidor está en niveles extraordinariamente bajos desde abril, y no se ha vuelto a recuperar (86,8 en octubre), reflejando los problemas de liquidez en el sector bancario minorista y los confinamientos



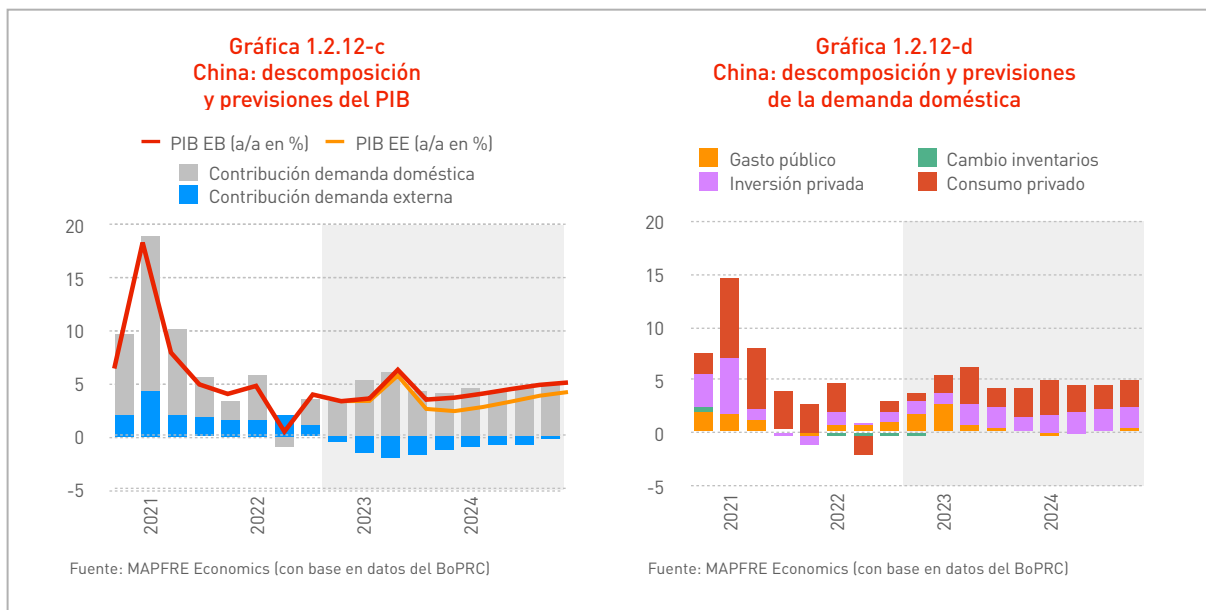


Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	6,7	6,0	2,2	8,1	3,1	4,8	4,7	3,4	3,6
Contribución de la demanda doméstica	7,3	5,3	1,6	6,4	2,3	4,9	4,6	4,1	3,4
Contribución de la demanda externa	-0,3	0,6	0,7	2,3	0,9	-1,6	-0,6	-1,5	-0,6
Contribución del consumo privado	3,2	2,5	-1,0	4,7	0,6	2,5	2,6	2,2	2,3
Contribución de la inversión total	3,1	2,2	1,3	1,0	0,9	1,6	2,0	1,0	1,1
Contribución del gasto público	1,2	1,1	0,8	0,6	1,1	0,9	0,0	0,9	0,0
Consumo privado (% a/a)	8,1	6,3	-2,4	12,3	1,5	6,4	6,5	5,7	5,7
Gasto público (% a/a)	7,1	6,6	4,6	3,5	6,8	5,3	0,1	5,3	0,1
Inversión total (% a/a)	7,3	5,1	3,1	2,3	2,3	4,0	5,0	2,5	2,9
Exportaciones (% a/a)	4,4	2,3	1,7	18,2	1,2	-5,8	5,6	-6,4	4,0
Importaciones (% a/a)	6,5	-0,7	-2,2	6,6	-4,4	3,1	11,2	1,8	8,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,9	3,1	3,5	3,2	3,6	3,5	3,4	3,8	4,0
Inflación (% a/a, media)	2,1	2,9	2,5	0,9	2,3	2,4	2,1	3,2	3,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,2	4,3	0,1	1,8	2,9	2,0	2,3	3,3	3,2
Balance fiscal (% PIB)	-4,7	-5,6	-7,6	-5,2	-8,6	-8,0	-7,1	-8,2	-7,7
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,5	-2,2	-3,7	-1,5	-4,8	-4,0	-3,0	-4,1	-3,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,2	0,7	1,7	1,8	2,2	0,5	0,1	0,7	0,7
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	3,25	3,00	3,00	2,75	2,75	3,00	4,00	4,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,35	3,02	2,76	2,50	1,60	1,62	2,40	2,83	3,60
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,23	3,14	3,14	2,78	2,81	3,29	3,62	4,94	5,18
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,88	6,99	6,52	6,35	6,96	7,05	6,53	7,33	6,81
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,87	7,85	8,00	7,19	7,24	7,28	6,85	7,28	6,87
Crédito privado (% a/a, media)	12,9	13,1	13,1	12,3	11,3	10,9	9,3	7,7	6,6
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	28,8	29,0	32,9	30,4	31,1	30,0	29,4	30,1	29,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

forzados de la población por los rebrotes del Covid-19. La confianza en el sector inmobiliario también se ha desplomado en 2022; la inversión en el sector inmobiliario está cayendo cerca del -9,8% (noviembre), con los precios de los inmuebles reduciéndose en varias provincias (véanse las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

Por otra parte, los índices de gestores de compras (PMIs) de noviembre reflejan el empeoramiento de las perspectivas con el compuesto en 47,0, el manufacturero en 49,4 y el de servicios en 46,7 puntos. El crecimiento acumulado de la economía de China en 2022 se ha visto mermado por los confinamientos sanitarios, alcanzando un estimado para todo el año del 3,1%, pero se prevé que en 2023 y 2024 vuelva a recuperar la dinámica de crecimiento con registros del 4,8% y 4,7%, respectivamente (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-c y 1.2.12-d).

La inflación en China ha bajado al 1,6% en noviembre, un nivel sustancialmente menor que el observado en los países occidentales, gracias a que la energía no ha subido en la misma proporción (11,3% en el caso de los combustibles de automoción), y a que el precio de los alimentos se ha moderado al 3,7%. La inflación subyacente (sin energía ni alimentos) está en 0,6%, y los precios al productor alivian y caen un -1,3%, (-0,6% en el caso de los insumos). Respecto a la política monetaria que se controla principalmente con el nivel de reservas requerido a los bancos, el banco central lo ha rebajado en noviembre en 25 pbs, hasta 11,00%, con efecto a partir del 5 de diciembre, con el objetivo de aliviar las actuales presiones de liquidez. Asimismo, los tipos Reverse Repo a 7 días se sitúan en 1,83%, el de depósito en 1,5% y el de préstamos a 5 años en 4,30%.

De manera general, los riesgos más importantes que enfrenta la economía china son: (i) los vinculados al sector inmobiliario, que se encuentra con una serie de promotoras con problemas en terminar y entregar viviendas, después de que hace unos meses quebraran unas cuantas promotoras (Evergrande, Fantasía, etc.); (ii) las protestas por los confinamientos sanitarios, al límite y con elevadas protestas por parte de la población; (iii) la desaceleración económica en

Occidente, que incluye algunos de los principales mercados para las exportaciones chinas, y (iv) las tensiones geopolíticas en lo relativo a Taiwán y a la neutralidad china en el asunto de Estados Unidos-Rusia.

1.2.13 Indonesia

El crecimiento se moderará de cara a 2023.

La economía de Indonesia creció un 5,7% a/a en el tercer trimestre (1,8% t/t), con el consumo aumentando un 5,4% y la inversión un 5,0%, mientras que el consumo del gobierno se reducía un -2,9%. Las exportaciones crecieron un 21,6% y las importaciones un 23,0%, acusando un deterioro en los términos de intercambio (el coste de las importaciones sube más que el de las exportaciones). Para los próximos trimestres, se espera una moderación del crecimiento, siendo el principal factor la reducción de las subvenciones al combustible que son difíciles de mantener a la larga por el coste que suponen para las cuentas públicas.

La encuesta de gestores de compras (PMI) realizada por el Banco de Indonesia para el último trimestre de 2022, se situó en 53,2 puntos, con lo cual se mantiene en niveles altos tanto en producción (55,1) como en nuevos pedidos de fábrica (55,3), lo cual es una buena señal para los próximos trimestres. Asimismo, las ventas al por menor se recuperaron en octubre (3,0%), y las ventas de automóviles, después de una caída a mediados de año, se han recuperado, a la vez que la fabricación de automóviles está ahora en niveles máximos. En este contexto, nuestra previsión de crecimiento del PIB para Indonesia se sitúa en el 4,5% para 2023 (una ligera desaceleración con respecto al

Indonesia

- El banco central subió los tipos de interés de política monetaria 25 puntos básicos en diciembre, al 5,50%.
- La estabilidad de la moneda y el control de la inflación, prioridades del banco central.
- Las subvenciones a los combustibles irán desapareciendo gradualmente.
- Se estima un crecimiento del PIB indonesio del 4,5% en 2023 y del 5,2% en 2024.

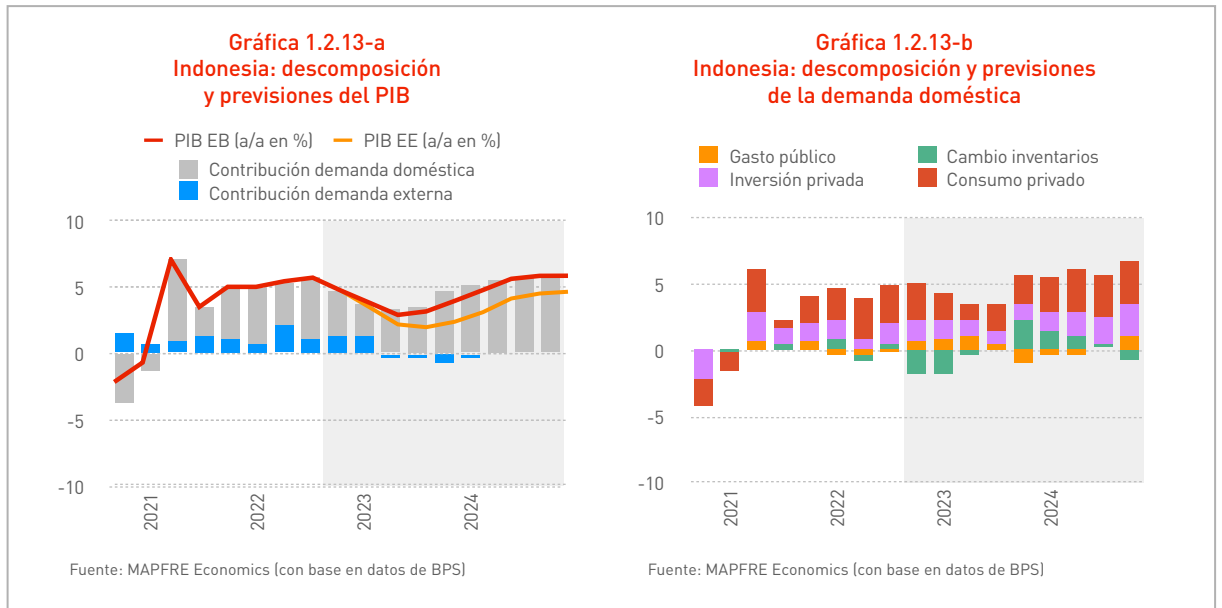


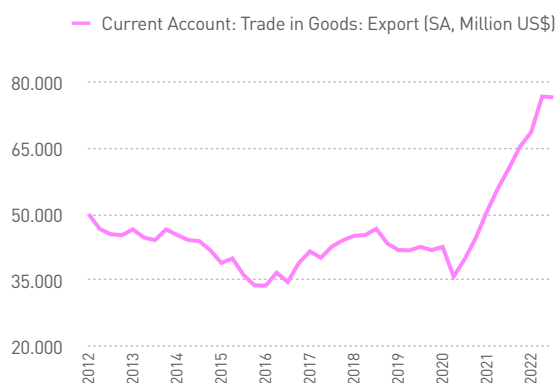
Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023(p)	2024(p)	2023(p)	2024(p)
PIB (% a/a)	5,2	5,0	-2,1	3,7	5,2	4,5	5,2	2,5	4,1
Contribución de la demanda doméstica	6,2	3,6	-3,5	2,7	3,9	3,5	5,6	2,4	4,2
Contribución de la demanda externa	-1,0	1,4	1,4	1,0	1,3	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Contribución del consumo privado	2,8	2,9	-1,5	1,1	2,8	1,9	3,1	1,4	2,6
Contribución de la inversión total	2,2	1,5	-1,6	1,2	1,4	1,3	1,9	0,7	1,0
Contribución del gasto público	0,4	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,1
Consumo privado (% a/a)	5,1	5,2	-2,7	2,0	5,1	3,4	5,7	2,6	4,8
Gasto público (% a/a)	4,8	3,3	2,0	4,2	-1,4	4,0	1,6	4,1	1,6
Inversión total (% a/a)	6,7	4,5	-5,0	3,8	4,4	4,0	6,0	2,1	3,0
Exportaciones (% a/a)	6,5	-0,5	-8,1	24,0	18,6	-1,1	0,6	-1,8	-1,0
Importaciones (% a/a)	12,1	-7,1	-16,7	23,3	15,9	-1,1	1,0	-2,5	-0,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	5,1	6,7	6,2	5,6	5,5	5,3	6,0	6,2
Inflación (% a/a, media)	3,3	2,8	2,0	1,6	4,3	4,2	2,8	4,9	4,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,3	2,7	1,6	1,8	5,5	3,7	2,6	4,7	3,7
Balance fiscal (% PIB)	-1,7	-2,2	-6,2	-4,6	-2,8	-3,5	-3,0	-3,7	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,9	-2,7	-0,4	0,3	0,5	0,5	0,5	0,8	1,1
Tipo de interés oficial (final período)	6,00	5,00	3,75	3,50	5,50	5,75	5,00	7,50	6,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,70	5,51	4,06	3,75	6,40	6,62	5,80	8,50	7,31
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,98	7,10	6,10	6,38	7,00	7,28	7,35	9,33	9,17
Tipo de cambio vs USD (final período)	14.380	13.883	14.050	14.253	15.705	15.610	14.634	16.270	15.230
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16.465	15.596	17.241	16.143	16.013	16.119	15.336	16.140	15.366
Crédito privado (% a/a, media)	10,8	8,8	1,4	1,0	9,9	7,7	9,4	8,4	9,9
Crédito familias (% a/a, media)	10,2	7,9	2,1	2,2	7,6	7,3	5,4	6,1	4,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	5,6	-3,0	-6,0	-12,6	15,1	22,4	17,8	22,2	17,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	24,0	22,8	21,4	25,7	29,2	27,1	25,0	27,3	25,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

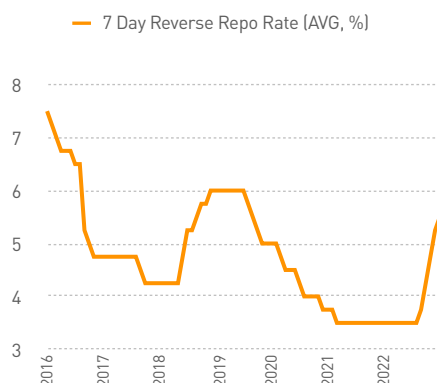
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.13-c
Indonesia: balanza en cuenta corriente



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.13-d
Indonesia: tipo de interés oficial



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

estimado para 2022 del 5,2%) y en el 5,2% para 2024 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

Por su parte, la inflación se ha situado en el 5,4% en noviembre, ya en trayectoria de moderación, después de haber alcanzado un máximo de 6,0% en septiembre, mientras que la subyacente se sitúa en un 3,3%, sin que aún quede claro si ha pasado el punto de inflexión. Los precios al productor suben un 5,8%, aumento muy inferior a los que están sufriendo los países europeos. En cuanto a la inflación, por ahora es más baja que en otros países, hecho que está ayudando a sostener el consumo. El Banco Central de Indonesia subió los tipos de interés en 25 pbs en diciembre, hasta el 5,50%. El objetivo es volver a situar la inflación general en el objetivo del 2%-4% en la primera mitad de 2023. El banco central considera que la inflación subyacente todavía subirá hasta el primer trimestre de 2023, pero espera que esta no llegue a superar el 4,0%. Esta política monetaria restrictiva, a la par con las intervenciones en el mercado cambiario, tiene como objetivo estabilizar la moneda (véanse las Gráficas 1.2.13-c y 1.2.13-d).

Los riesgos para el crecimiento de la economía indonesia vendrán principalmente por la gradual eliminación de los subsidios a la energía. Mientras tanto, el *boom* de las materias primas, especialmente del carbón, han permitido financiar esos subsidios. La balanza por cuenta corriente está ligeramente en positivo, gracias a la fortaleza de las

exportaciones. El tipo de cambio en los meses de septiembre y octubre también se ha visto afectado por la fortaleza del dólar, pero recientemente se ha estabilizado. La subida de tipos de interés en los mercados internacionales de deuda en dólares es un desafío para todos los emergentes a la hora de renovar esas emisiones de deuda.

1.2.14 Filipinas

Sólido crecimiento económico, aunque moderándose por las presiones inflacionarias.

La economía de Filipinas creció un 7,6% a/a (2,9% t/t) en el tercer trimestre de 2022. El consumo privado aumentó un 8,0% a/a, mientras el consumo del gobierno está casi estable con un crecimiento del 0,8% a/a. La inversión, por su parte, se mantiene muy dinámica (21,7%) y las exportaciones vuelven a acelerarse (13,1%), aunque las importaciones le siguen superando ese crecimiento (17,3%).

Filipinas

- La inflación se empieza a anclar en niveles más altos.
- El déficit por cuenta corriente se amplía al -4,5% del PIB.
- El gobierno filipino promocionará las fuentes de energía internas.
- El PIB podrá crecer un 7,0% en 2022, pero se moderará al 4,7% en 2023.

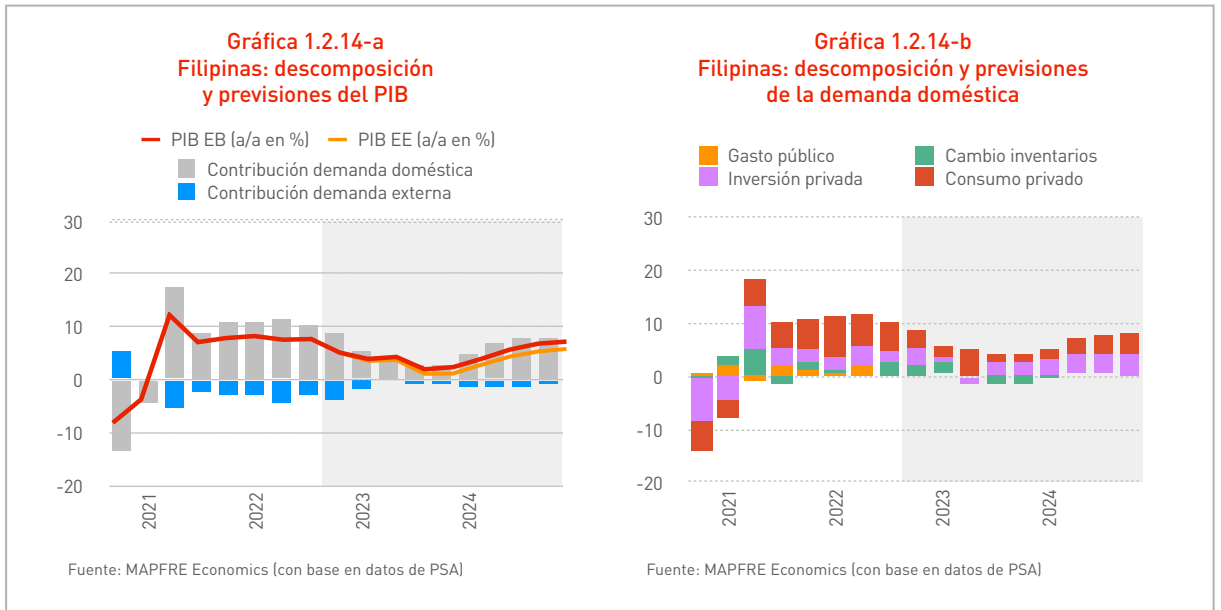


Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2018	2019	2020	2021	2022 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2023 ^(p)	2024 ^(p)	2023 ^(p)	2024 ^(p)
PIB (% a/a)	6,3	6,1	-9,5	5,7	7,0	4,7	6,0	2,3	4,5
Contribución de la demanda doméstica	8,6	6,3	-13,5	8,1	10,3	3,8	6,9	2,7	5,4
Contribución de la demanda externa	-2,3	-0,2	4,0	-2,4	-3,4	-0,7	-1,0	-0,5	-0,9
Contribución del consumo privado	4,2	4,3	-5,8	3,1	5,6	2,6	3,4	2,0	2,5
Contribución de la inversión total	3,3	1,1	-7,3	2,1	2,8	1,3	3,4	0,8	2,8
Contribución del gasto público	1,5	1,1	1,3	1,1	0,7	0,2	0,4	0,2	0,4
Consumo privado (% a/a)	5,8	5,9	-8,0	4,2	7,7	3,6	4,6	2,8	3,4
Gasto público (% a/a)	13,4	9,1	10,5	7,1	4,8	1,5	2,5	1,5	2,5
Inversión total (% a/a)	12,9	3,9	-27,3	9,9	12,4	5,4	14,1	3,5	11,6
Exportaciones (% a/a)	11,8	2,6	-16,1	8,0	9,3	-1,1	3,9	-1,6	2,7
Importaciones (% a/a)	14,6	2,3	-21,6	13,0	15,9	1,0	5,3	0,1	4,0
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,1	4,6	8,7	6,8	5,2	5,3	5,0	5,6	5,9
Inflación (% a/a, media)	5,3	2,4	2,4	3,9	5,7	4,4	2,9	6,2	5,7
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,1	1,4	2,9	3,6	7,9	4,1	3,3	5,8	5,2
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-3,4	-7,6	-8,6	-6,7	-6,4	-5,5	-6,7	-6,2
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,6	-0,8	3,2	-1,5	-6,0	-5,7	-5,4	-5,1	-4,3
Tipo de interés oficial (final período)	4,75	4,00	2,00	2,00	5,50	5,75	5,00	7,75	7,25
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,03	3,97	2,00	1,81	5,42	5,74	4,92	7,83	7,37
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,05	4,44	2,97	4,72	7,00	6,50	5,81	8,89	8,21
Tipo de cambio vs USD (final período)	52,72	50,74	48,04	50,27	57,32	57,03	54,61	59,80	57,13
Tipo de cambio vs Euro (final período)	60,37	57,01	58,94	56,93	58,44	58,89	57,23	59,32	57,65
Crédito privado (% a/a, media)	16,8	9,5	4,0	0,9	7,9	6,6	8,2	7,5	8,8
Crédito familias (% a/a, media)	14,3	12,8	11,2	-2,1	7,0	10,2	9,7	9,3	8,1
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)	10,3	6,9	-7,9	8,2	12,4	7,8	9,7	8,3	10,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	6,4	5,0	3,4	-0,4	-2,3	-2,3	-1,7	-2,1	-1,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

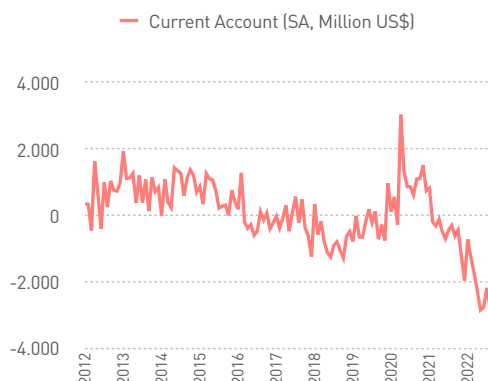
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.14-c
Filipinas: exportaciones



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Gráfica 1.2.14-d
Filipinas: balanza en cuenta corriente



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

En cuanto a indicadores de actividad, el índice de gestores de compras del sector manufacturero (PMI) está mejorando; en noviembre, se situó en 52,7 puntos. Por su parte, la confianza del consumidor empeoró en el último trimestre de 2022 hasta -14,6, desde los -5,2 del segundo trimestre del año. El desempleo ha disminuido hasta el 5,0% (los niveles de 2019), en tanto que la producción industrial creció un 5,1% en octubre, con aumentos sustanciales en el sector del automóvil (21,3%) y químico (39,5%). Conforme a este contexto general, nuestra previsión es que en 2022 la economía filipina termine el año con un crecimiento cercano al 7,0%, pero que en 2023 este se modere a un 4,7%, debido a una desaceleración interna y externa, para luego retomar dinamismo en 2024, hasta situarse en el entorno del 6,0% (véase la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La inflación alcanzó un 8,0% en noviembre (0,9% m/m), con la alimentación subiendo un 10%, el transporte un 12%, y la energía para el hogar un 13,7%. La inflación al productor, por su parte, se ubicó en el 7,2% y los precios

mayoristas en un 8,2%. El Banco Central de Filipinas subió los tipos de interés en noviembre en 50 pbs, hasta 5,00% (*Overnight Repo*). Los riesgos para la inflación aumentan, en virtud de que el coste de los fertilizantes y del transporte no es probable que baje próximamente. Así, la previsión de inflación del banco central sube al 5,8% en promedio en 2022, 4,5% en 2023 y 2,8% para 2024, para así situarse en el rango objetivo de 2-4%.

Los mayores riesgos para la economía filipina están relacionados con la subida de la inflación, en estos momentos fuera del rango objetivo de 2-4%. La mayor subida de los precios importados, junto con su mayor crecimiento, está ampliando el déficit por cuenta corriente, que ha alcanzado el -4,5% en el segundo trimestre (véanse las Gráficas 1.2.14-c y 1.2.14-d).

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

2.1.1 Mercados globales

Las estimaciones para 2023 apuntan a una acusada desaceleración económica global, con un crecimiento previsto del 2,0% (3,5% en 2022), un riesgo geopolítico elevado y algunas de sus principales economías enfrentando una posible recesión que, conforme al escenario base delineado en este informe, se estima sería suave; entorno que continúa dibujando un panorama complicado para el negocio y la rentabilidad del sector asegurador en este año. Por su parte, los datos de inflación comienzan a dar señales de mejoría, pero continúan en niveles altos y en un entorno en el que las políticas monetarias de los bancos centrales se enfrentan a distintas situaciones, marcadas por el momento en el que comenzaron a tomar medidas contra el fuerte repunte de los precios, prácticamente generalizado con ya pocas excepciones (destacando el caso de la economía china).

De esta forma, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas (que reaccionaron más tarde al considerar el repunte de la inflación como un fenómeno temporal que tendería a corregirse tras el proceso de reapertura económica) han anunciado que continuarán endureciendo su política monetaria en su lucha contra la inflación, aunque a un ritmo menor, tras la mejoría de algunos indicadores, manteniendo, no obstante, condiciones financieras restrictivas en tanto no existan señales claras de que la inflación se acerca a sus objetivos de política monetaria. De momento, el entorno continúa propiciando un proceso de deterioro del poder adquisitivo de los hogares y márgenes empresariales, a la vez que se endurecen las condiciones de financiación en un contexto acostumbrado a elevados niveles de endeudamiento por parte de todos los

agentes económicos (especialmente los gobiernos), tipos de interés bajos y elevada liquidez, lo que supondrá un freno para la demanda agregada y elevará el riesgo de crédito, dibujando un panorama complejo para el sector asegurador.

Por su parte, los bancos centrales de los mercados emergentes, que reaccionaron antes al fuerte repunte de la inflación elevando los tipos de interés y retirando los estímulos monetarios y fiscales (como fue el caso de países como Brasil o México), están viendo caídas más pronunciadas en sus tasas de inflación, todavía por encima de sus objetivos de política monetaria, pero convergiendo hacia ellos. Estos países se encuentran en una fase en la que sus economías están acusando la ralentización económica provocada por el endurecimiento de las condiciones de financiación y la pérdida de poder adquisitivo sufrida por los hogares a consecuencia de la alta inflación vivida en el último año. Así, sus respectivos mercados aseguradores se enfrentan a un año 2023 con mayores dificultades para el desarrollo del negocio, tras un año 2022 en el que la economía se comportó mejor de lo inicialmente previsto, lo que se ha reflejado especialmente en el segmento de los seguros de No Vida, con crecimientos significativos en el año y con una recuperación destacable de todas las líneas de negocio, algunas de ellas batiendo a la alta inflación. Asimismo, el entorno de altos tipos de interés derivados del endurecimiento de la política monetaria ha sido un estímulo adicional para el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro, los cuales seguirán beneficiándose en este año de un entorno favorable de tipos de interés que puede compensar, al menos parcialmente, el efecto negativo del deterioro económico sobre el negocio asegurador. Por otro lado, la menor inflación, el buen comportamiento de los tipos de cambio y los altos tipos de interés pueden ayudar a mejorar la rentabilidad de los mercados aseguradores de los países emergentes en 2023. Otros países, como Argentina o Turquía, que

continúan sin controlar la alta inflación, se enfrentan a un escenario de tipos de interés reales profundamente negativos, en especial en el caso de Turquía, por lo que sus respectivos mercados aseguradores enfrentan un panorama más complejo.

En cuanto a las inversiones financieras, tras un 2022 en el que se han producido grandes correcciones en las principales categorías de activos en los que invierten las entidades aseguradoras, 2023 plantea un panorama en el que pueden surgir oportunidades a medida que avance el año. De esta forma, las subidas aceleradas de tipos de interés por parte de los principales bancos centrales y los programas de reducción cuantitativa de sus balances han provocado un ajuste en los mercados financieros que afectó, en 2022, de forma negativa tanto a la valoración de los bonos soberanos y corporativos como a la renta variable y otras inversiones alternativas con una profundidad y, sobre todo, con una sintonía prácticamente sin precedentes (ni siquiera vista en la crisis de 2008, tras el colapso de Lehman Brothers, en la que la caída vino de la mano de la renta variable y no de la renta fija). Es de destacar que el efecto de este deterioro ha sido absorbido por los altos niveles de solvencia que presenta el sector asegurador y, en el lado positivo, continúa mejorando el entorno para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales con garantías de tipos de interés. Mejora, asimismo, el panorama en cuanto a la rentabilidad futura de sus carteras de inversiones, ampliamente utilizada por el sector asegurador para complementar su rentabilidad técnica, teniendo en cuenta la posición privilegiada de las entidades aseguradoras en cuanto a su elevada liquidez y reducido nivel de apalancamiento, por las características propias de su modelo de negocio.

En el sector del automóvil, el problema de escasez de semiconductores ha mejorado, aunque todavía no se ha normalizado por completo, y se enfrenta ahora al endurecimiento de las condiciones de financiación para la adquisición de nuevos vehículos, por lo que el panorama para el negocio y rentabilidad de los seguros de autos continúa complicado. En el mismo sentido, la persistencia de la alta inflación sigue encareciendo el coste de las

reparaciones y poniendo presión al alza al precio de los seguros en un mercado caracterizado por los elevados niveles de competencia. Los seguros de salud, por su parte, continúan presentando un panorama positivo en cuanto a su volumen de negocio, por la mayor concienciación por parte de los hogares y empresas de la necesidad de complementar la cobertura sanitaria que ofrecen los sistemas de salud públicos, aunque su rentabilidad se enfrenta a un reto significativo por la presión al alza en el coste de la cobertura sanitaria a consecuencia de los efectos de segunda ronda que está provocando el proceso inflacionista.

En definitiva, aunque la incertidumbre y la volatilidad en los mercados financieros continúa elevada, el fuerte ajuste que han sufrido hace prever que el principal problema al que se enfrentarán los mercados aseguradores en este año sea el efecto de las condiciones financieras restrictivas sobre los agentes económicos (gobiernos, hogares y empresas) y, por tanto, sobre la economía real en forma de menores crecimientos, con unos mercados laborales que comienzan a acusar el nuevo escenario que plantea las subidas de tipos de interés y la retirada de los estímulos monetarios. Los bancos centrales se encuentran en una fase lejos todavía de pivotar hacia una política monetaria acomodaticia en la que las posibles subidas de tipos de interés serán más suaves, con el objetivo de mantener su postura restrictiva hasta que existan síntomas claros de que la inflación está bajo control.

2.1.2 Eurozona

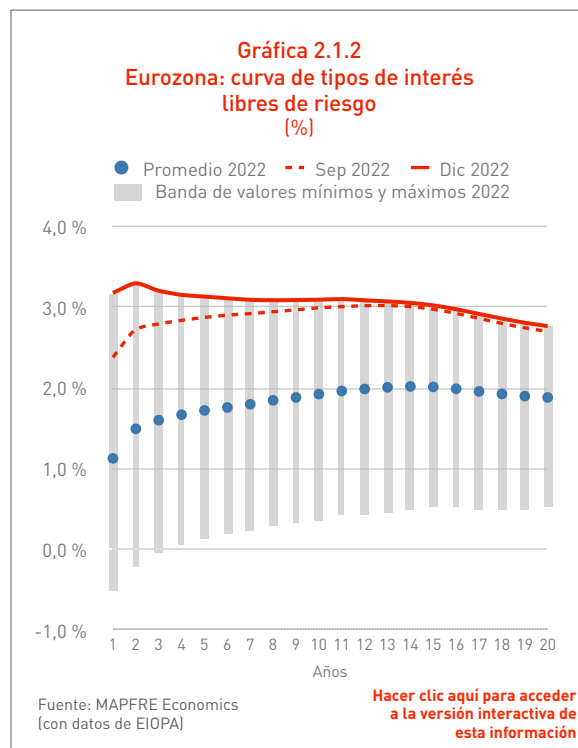
La previsión en la Eurozona para este año apunta hacia una acusada ralentización económica, con una variación en el PIB real agregado que puede situarse en torno al -0,1% (3,2% en 2022) y una vuelta al crecimiento económico prevista para 2024 del 1,6%. La tensión generada a consecuencia de la guerra en Ucrania en los precios de la energía y de los alimentos continúa afectando particularmente a Europa, con una inflación que parece haber tocado techo, pero que se mantiene en niveles nunca vistos en la zona euro, situándose en el 10,1% en el mes de noviembre (10,6% en octubre), lo que ubica la inflación promedio del año 2022 en el 8,4%. Este entorno dibuja un panorama aún complicado para el desarrollo

del negocio del sector asegurador, que sufre un importante incremento en los costes de las reclamaciones y operativos, con unos crecimientos en primas que no han sido capaces de batir a la elevada inflación, salvo en algunas líneas de negocio de menor peso relativo a nivel agregado, poniendo presión sobre los precios de los seguros y erosionando la rentabilidad de las entidades.

El Banco Central Europeo (BCE) continuó endureciendo su política monetaria con una nueva subida de tipos de 50 puntos básicos (pbs) en diciembre, dejando los tipos de interés en el 2,5% para las operaciones principales de financiación y 2,0% la facilidad de depósito, y apuntando a nuevas subidas de tipos en sus declaraciones para las próximas reuniones ante la persistencia de los altos niveles de inflación. Otra novedad no esperada de la reunión de diciembre fue el anuncio de un programa de contracción cuantitativa que comenzará a principios del mes de marzo de 2023, reduciendo la tenencia de bonos a un ritmo de 15 mil millones de euros mensuales durante los cuatro meses posteriores, lo que se está traduciendo en un aumento en la tensión en las primas de riesgo de los bonos soberanos, especialmente de los países del sur de Europa.

En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA)⁴ para la Eurozona se aprecia de nuevo una subida de los tipos de interés en todos sus tramos, quedando en niveles por encima a los alcanzados al cierre del mes de septiembre de 2022 y marcando los niveles máximos de todo el año, con una curva invertida en vencimientos por encima de los dos años (véase la Gráfica 2.1.2). De esta información se desprende que los tipos de interés libres de riesgo continúan por debajo de la inflación, pero los niveles se mueven en una senda ascendente, por lo que sigue mejorando el panorama para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales de las entidades aseguradoras.

Por otro lado, los índices Euro Stoxx 50 y S&P500 (y, en general, los principales mercados de valores a nivel mundial), a pesar de haber recuperado parte del terreno perdido en los últimos meses del año, han sufrido una fuerte contracción en el año 2022 del -11,7% y



-19,4%, respectivamente. En el caso del Nasdaq, la caída en 2022 fue del -33,1%. Esta situación, junto con una probable entrada en recesión en un entorno de endurecimiento de la política monetaria, complica el panorama para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales tienen que adaptarse a un nuevo entorno de alta volatilidad en la renta variable y una renta fija que ofrece mayores tipos de interés y primas de riesgo más alineadas al riesgo de crédito de las emisiones (especialmente a raíz del anuncio del programa de contracción cuantitativa por parte del BCE).

2.1.3 Alemania

La economía alemana continúa acusando de manera particular los problemas derivados de la guerra de Ucrania, con un alto nivel de inflación (8,6% en el mes de diciembre y 7,9% de media para el conjunto del año 2022) y siendo todavía vulnerable al riesgo de posibles problemas en el suministro de gas, aunque en menor medida por la gestión de sus reservas y la búsqueda de fuentes alternativas de suministro que está realizando para reducir su dependencia energética de Rusia e intentar cubrir los meses de invierno. Este panorama apunta a una fuerte contracción económica en 2023, con una caída estimada en el PIB real de

Alemania del -0,9% (1,6% en 2022), lo que complica el panorama para el desarrollo del negocio y rentabilidad del sector asegurador (a consecuencia de la alta inflación), situación que podría mejorar en 2024 con un crecimiento económico previsto en torno al 1,7% aunque el nivel de incertidumbre sigue siendo elevado a consecuencia de la guerra en Ucrania y la alta dependencia energética de la economía alemana.

Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano alemán ha experimentado un fuerte repunte en el mes de diciembre a raíz del endurecimiento de la política monetaria por parte del BCE, que se sigue trasladando a la rentabilidad del bono soberano alemán que se ha incrementado sustancialmente en los últimos meses de 2022 (presentando una curva de rendimientos con una pendiente ligeramente negativa en los últimos días del mes de diciembre, excepto en sus tramos más cortos). Este entorno sigue prefigurando un entorno favorable para el negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, algo más complejo de gestionar con una curva de tipos de interés libres de riesgo más aplanada con inversiones puntuales. El DAX alemán, por su parte, continúa con un comportamiento volátil y ha sufrido una caída del -12,3% en el año 2022, lo que complica el desarrollo de productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión.

2.1.4 Italia

Se prevé que la economía italiana sufra en 2023 una acusada ralentización, con una variación en el PIB real para el conjunto del año estimada en torno al -0,1% (frente al crecimiento del 3,8% en 2022), situación que podría ir mejorando hacia 2024 con un crecimiento estimado del 1,0%. La fuerte desaceleración de la economía italiana, la pérdida de poder adquisitivo por parte de los hogares y la reducción de los márgenes empresariales a consecuencia de la alta inflación (11,6% en el mes de diciembre y una inflación media del 8,2% para el conjunto del año 2022) continúan dibujando un panorama complicado para el desarrollo y rentabilidad del sector asegurador en 2023, especialmente por lo que al negocio de No Vida se refiere.

Por otro lado, la prima de riesgo de la deuda soberana italiana ha sufrido un repunte tras el cambio de orientación de la política monetaria del BCE, con las subidas de tipos de interés y el anuncio del programa de contracción cuantitativa de ventas netas de bonos a partir de principios del mes de marzo de 2023. Este entorno de tipos de interés más elevados y una curva de tipos que permite ofrecer una prima por plazo positiva continúa mejorando el panorama para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, si bien persiste todavía una situación de intereses reales negativos por los altos niveles de la inflación. Por otra parte, continúa la volatilidad y las caídas de los mercados de renta variable y, en particular del FTSE MIB que sufrió una caída del -13,3% en 2022, lo que complica el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales habían cobrado importancia en el mercado italiano en los últimos años, aunque esta situación también podría estar cambiando al ser productos que invierten igualmente en renta fija y para los cuales el panorama está mejorando a pesar del mal comportamiento que han sufrido en 2022, que ha afectado a prácticamente todas las categorías de activos financieros.

2.1.5 España

Las previsiones para la economía española apuntan a una desaceleración significativa en 2023, aunque sin entrar en una recesión, con un crecimiento estimado del 1,0% (frente al 4,6% en 2022), situación que podría mejorar en el próximo año con un crecimiento previsto para 2024 en torno al 2,1%. De momento, las previsiones de desaceleración económica, los efectos sobre la renta disponible de los hogares de la inflación y el endurecimiento de las condiciones de financiación continúan planteando un panorama complejo para el sector asegurador en los próximos meses. Los datos de inflación muestran síntomas de mejoría, pero continúan en niveles altos (5,8% en diciembre y una inflación media estimada en torno al 8,4% para el conjunto del año 2022), erosionando la renta disponible de los hogares y los márgenes empresariales, a lo que se suma el endurecimiento de las condiciones financieras para las administraciones públicas, las empresas y los hogares por la subida de los tipos de interés, en un mercado en el que en

torno a tres de cada cuatro hipotecas son a tipo variable. Este panorama, que ralentizará la demanda agregada, creará complejidades a la operación del sector asegurador que, en 2022, ha crecido por debajo de la inflación media del año y ha sufrido en términos de rentabilidad a consecuencia de la inflación, manteniendo alta la presión sobre los precios de los seguros.

El problema en la escasez de suministros que ha venido lastrando al sector automovilístico se ha comenzado a normalizar y puede ser un elemento importante para que el cambio de tendencia hacia una recuperación en las nuevas matriculaciones se consolide en 2023, aunque se estima que quedarán todavía lejos de los niveles anteriores a la pandemia por el nuevo lastre que supone el endurecimiento de las condiciones de financiación de los nuevos vehículos y la desaceleración económica prevista. Esta situación lastrará al negocio de los seguros de autos, cuya rentabilidad está sufriendo a consecuencia de la alta inflación, en un mercado con altos niveles de competencia que dificultan trasladar a los precios de los seguros el impacto negativo en los márgenes de esta línea de negocio.

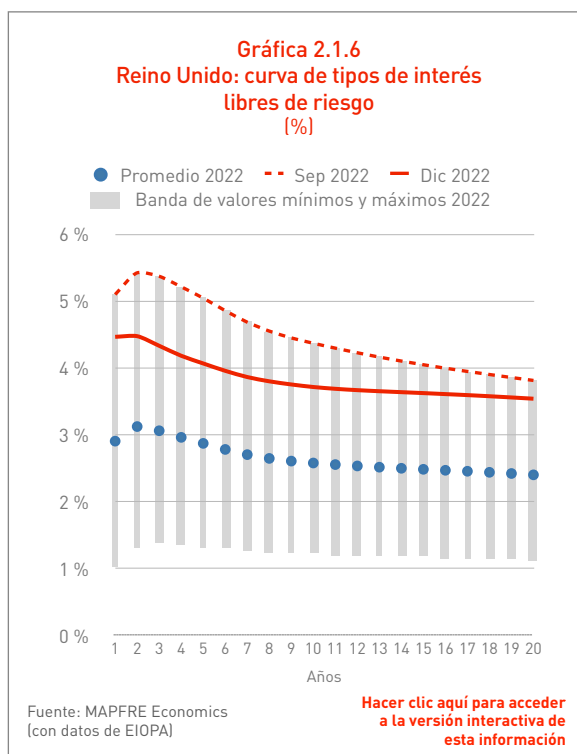
En cuanto a los seguros de Vida, continúa mejorando el contexto para el negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias tradicionales por las subidas de tipos de interés, lo que está elevando la curva de tipos de interés de mercado de la deuda soberana y, particularmente, del bono soberano español en todos los plazos y ofrece una prima por plazo positiva creciente a mayores vencimientos.

2.1.6 Reino Unido

Se prevé que la economía británica sufra una fuerte ralentización en 2023, con una variación en el PIB real estimada en torno al -0,9% (frente al crecimiento del 4,4% en 2022, mayor de lo esperado), situación que podría ir mejorando en 2024 con un crecimiento previsto del 1,2%. El mercado financiero parece haber superado las turbulencias tras la intervención del Banco de Inglaterra en el mercado de bonos soberanos y el anuncio de un plan fiscal a medio plazo de reducción del gasto y aumento de impuestos, en un entorno de inflación alta que no termina de dar síntomas de mejoría (10,7% en el mes de noviembre y una inflación

media en el año 2022 en torno al 8,9%). El entorno de alta inflación continúa erosionando la renta disponible de los hogares y los márgenes empresariales, en una economía que se prevé sufrirá una acusada ralentización. Se trata de un panorama complejo para el desarrollo del negocio y rentabilidad del sector asegurador, manteniéndose elevada la presión sobre los precios de los seguros.

Respecto a los seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, el Banco de Inglaterra ha vuelto a incrementar los tipos de interés en su reunión de diciembre dejándolos en el 3,5%, ante la persistencia de la alta inflación. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del cierre del mes de diciembre (véase la Gráfica 2.1.6), puede apreciarse un retroceso de los tipos de interés libre de riesgo en todos los tramos de la curva respecto de la del mes de septiembre, a pesar de la nueva subida de tipos de interés de política monetaria; ello, en virtud de la intervención por parte del Banco de Inglaterra con compras de bonos selectivas para estabilizar el mercado de bonos soberanos, tras la volatilidad causada por los problemas de liquidez en los fondos de pensiones británicos con dificultades para atender los requerimientos de efectivo por parte de las contrapartes de los derivados OTC en sus



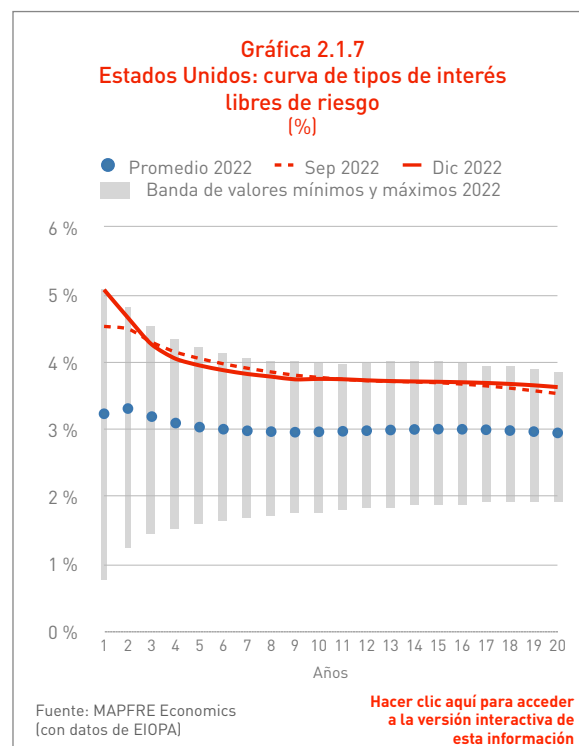
operaciones de inmunización financiera para los planes de prestación definida. A pesar de esas turbulencias, el alto nivel de los tipos de interés continúa siendo favorable para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias con tipos de interés garantizados, si bien la volatilidad de los tipos de interés de mercado, el entorno de tipos de interés reales negativos (con tipos nominales significativamente inferiores a los últimos datos de inflación) y una curva que presenta tramos invertidos de forma puntual, sigue complicando la gestión de este negocio. En cuanto a la renta variable, el FTSE 100 continúa expuesto a una elevada volatilidad, si bien se trata de uno de los pocos índices del mundo que en el conjunto del año 2022 no retrocedió, cerrando el año con un ligero incremento del 0,9%, lo que puede favorecer la comercialización de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de gran arraigo en este mercado, con productos que consideren una composición en la que la renta fija adquiera mayor protagonismo.

2.1.7 Estados Unidos

Se prevé que la economía de los Estados Unidos se desacelere de manera importante en 2023, con un crecimiento estimado del 0,1% (frente al 2,0% en 2022), situación que podría ir mejorando ligeramente en el próximo año con un crecimiento previsto en 2024 en torno al 0,9%. La inflación comienza a dar síntomas de relajación, aunque se encuentra todavía en niveles altos, lo que sigue dibujando un entorno menos favorable para el desarrollo del sector asegurador por la pérdida de poder adquisitivo que están sufriendo los hogares y el efecto negativo sobre la rentabilidad de las entidades aseguradoras por el fuerte repunte de los precios que aumenta el coste de las reclamaciones y sus gastos operativos. Sin embargo, en el lado positivo, la fortaleza del mercado laboral puede resultar de ayuda al negocio asegurador y las subidas de tipos de interés contribuir a mejorar las perspectivas en cuanto a la rentabilidad futura de sus carteras de inversiones.

Por lo que se refiere a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, la Reserva Federal de los Estados Unidos continuó endureciendo su política monetaria (elevando una vez más los tipos de interés en 50 pbs en su reunión de diciembre, quedando

en un rango entre el 4,25% y el 4,50%) y se prevé que siga en esta línea en sus próximas reuniones, manteniendo una política monetaria restrictiva en tanto no existan indicios sólidos de que la inflación está controlada en niveles cercanos a su objetivo del 2% (los últimos datos parecen indicar que está comenzando a revertir, con el 7,1% en el mes de noviembre, dejando la inflación media del año 2022 en torno al 8,0%). En la curva de tipos de interés libre de riesgo del mes de diciembre producida por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7), se aprecia la subida adicional en los tipos de interés, marcando máximos en el año 2022. La curva sigue presentando una pendiente negativa, lo que afecta prácticamente a todos sus tramos. De esta manera, el entorno de tipos de interés continúa siendo complejo para la comercialización de productos de ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, con unos tipos de interés nominales que continúan por debajo de la inflación, generando un entorno de tipos de interés reales negativos, y sin poder ofrecer una prima por plazo positiva al estar la curva invertida. Este entorno, no obstante, podría ser favorable para el lanzamiento al mercado de productos de ahorro con garantías de tipos a plazos más cortos y revisiones periódicas de los tipos garantizados. Por otro lado, los mercados de renta variable han sufrido caídas importantes en 2022 (-19,4% en



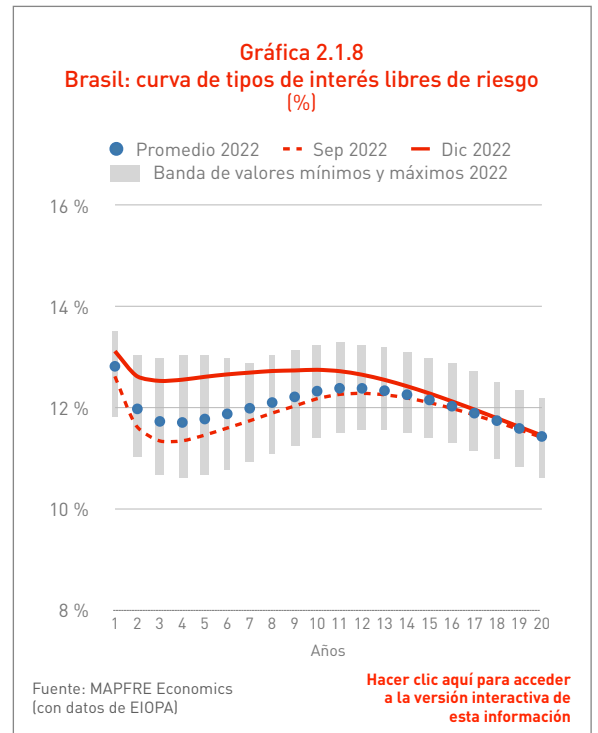
el caso del S&P500 y del -33% del Nasdaq) y siguen sometidos a una elevada volatilidad, lo que continúa creando un panorama complejo para la comercialización de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de inversión, muy habituales en este mercado.

2.1.8 Brasil

La economía brasileña se ha comportado mejor de lo previsto en 2022, con un crecimiento estimado del 3,0%. No obstante, las previsiones apuntan a una importante desaceleración de los niveles de actividad, estimándose un crecimiento del PIB en torno al 0,9% en 2023, motivado por el endurecimiento de las condiciones de financiación y por la pérdida de poder adquisitivo de los hogares a consecuencia de la alta inflación que, no obstante, continúa en una senda clara de moderación con los últimos datos disponibles (aunque todavía con un cierto efecto base), fruto de la rápida respuesta del banco central de Brasil, que fue de los primeros en tomar medidas endureciendo su política monetaria. Los niveles de actividad económica podrían mejorar hacia 2024, año en el que la previsión de crecimiento del PIB se sitúa en el 2,0%.

En este contexto, el mercado asegurador brasileño ha tenido un buen comportamiento en el año 2022, especialmente en el negocio de No Vida, que ha experimentado notables crecimientos en su volumen de negocio en los nueve primeros meses del año, con una recuperación significativa de todas las líneas de negocio y especialmente en los seguros de autos y agrarios, con crecimientos muy por encima de la inflación, la cual se habrá situado en torno al 9,3% en promedio en 2022. Por otro lado, la moderación de la inflación ayuda a mejorar la rentabilidad de las entidades aseguradoras. Sin embargo, el panorama para el sector asegurador se complica a consecuencia de la ralentización económica prevista, en un contexto con unas condiciones de financiación endurecidas por los todavía altos niveles de los tipos de interés, que podrían lastrar el crecimiento del mercado de los seguros de No Vida.

En cuanto al entorno de tipos de interés, de gran relevancia para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida, el banco central de



Brasil decidió mantener los tipos de interés en el 13,75% en su reunión del mes de diciembre (por tercera vez consecutiva), con una inflación que sigue reduciéndose de forma acusada en los meses de septiembre (7,2%), octubre (6,5%) y noviembre (5,9%). Este entorno de tipos de intereses reales positivos es altamente favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, con unos tipos de interés que ofrecen rentabilidades significativamente superiores a los últimos datos de inflación.

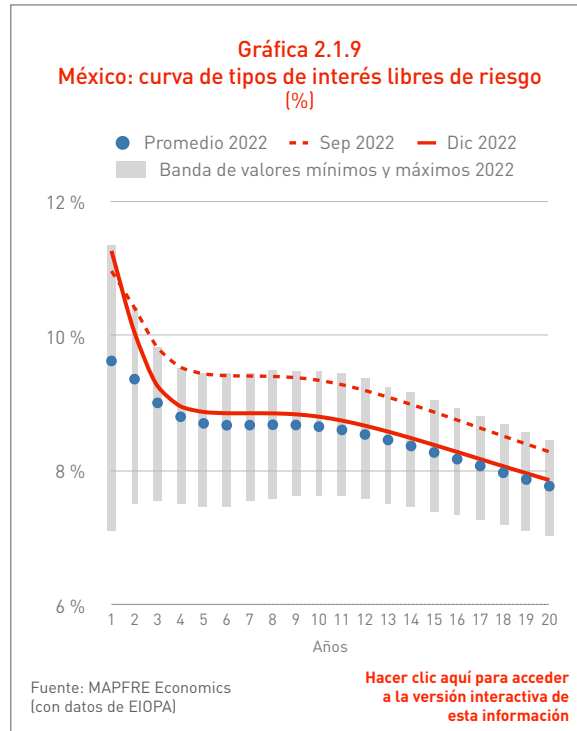
En las curvas de tipos de interés libre de riesgo de EIOPA que aparecen en la Gráfica 2.1.8, se observa una ligera subida en la curva en el mes de diciembre, presentando una pequeña pendiente negativa en sus primeros tramos, lo que puede favorecer el desarrollo de productos respaldados con bonos soberanos de vencimientos cortos, muy habituales en este mercado (VGBL y PGBL), e incluso la posibilidad de entrar en bonos con mayores duraciones aprovechando el alto nivel de los tipos en todos los tramos de la curva que podrían ir cayendo si la inflación continúa en la senda decreciente en la que se encuentra.

2.1.9 México

Las previsiones para 2023 apuntan a una desaceleración de la economía mexicana,

estimándose un crecimiento real del PIB en torno al 1,0% (frente al 2,7% estimado para 2022). El endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco de México está siendo eficaz en su lucha contra la inflación, pero la economía comienza a resentirse por el endurecimiento de las condiciones de financiación y por la pérdida de poder adquisitivo de los hogares a consecuencia de las altas tasas de inflación sufridas durante el año, lo que prefigura un panorama menos favorable para el desarrollo del negocio asegurador en este año, especialmente para los seguros de No Vida, a excepción de los seguros de salud que siguen mostrando un buen comportamiento apoyados en la mayor aversión al riesgo sanitario propiciada por la pandemia, así como por la debilidad del sistema público de salud. Se estima que la situación económica general pueda mejorar de cara al año 2024, en el que el crecimiento económico podría situarse en torno al 1,8%.

Respecto al entorno de tipos de interés, en el mes de diciembre el Banco de México decidió subir 50 pbs el tipo de interés de referencia de la política monetaria, hasta el 10,50%. Se trata de la octava subida de tipos en 2022 (tras las cinco subidas de 2021), con unos datos de inflación que están mejorando (aunque todavía con un cierto efecto base), situándose en el 7,8% en el mes de noviembre (lo que deja la inflación media del año 2022 en torno al 8%). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9) se aprecia unos tipos de interés libres de riesgo de mercado relativamente estabilizados en la parte media de la curva, con una cierta caída hacia los niveles medios del año 2022 en vencimientos superiores a un año y una curva que incrementa su pendiente negativa en vencimientos inferiores a tres años. Todo ello configura un escenario de tipos de interés apropiado para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro con productos que pueden ofrecer una remuneración por encima de los últimos datos de inflación en un entorno de intereses reales positivos, aunque la erosión en el poder adquisitivo de los hogares por el aumento de los precios sigue mermando su capacidad de ahorro y puede lastrar el desarrollo de este negocio. Asimismo, la inversión de la curva de tipos de interés resulta apropiada para el lanzamiento al mercado de productos de ahorro con garantías de tipos a plazos más cortos y revisiones periódicas de los tipos garantizados.



2.1.10 Argentina

Las estimaciones apuntan a una acusada desaceleración de la economía argentina en 2023, con un crecimiento del PIB real en torno al 0,4% (frente al crecimiento mayor de lo previsto en 2022 del 4,9%), una inflación que se mantiene elevada (92,4% en el mes de noviembre, lo que situaría la inflación media de 2022 en torno al 73,1%) y una moneda que continúa en su senda de depreciación. Este contexto económico complica el panorama para el desarrollo del negocio asegurador y mantiene elevada la presión sobre los precios de los seguros, con el fin de evitar que la rentabilidad de las entidades aseguradoras se deteriore a consecuencia de una inflación, alimentada también por la depreciación en el tipo de cambio que encarece el coste de las reclamaciones. Las estimaciones indican que la economía argentina podría volver a crecer en torno al 1,2% en 2024, lo que haría mejorar el entorno para el sector asegurador para el siguiente año.

Por otro lado, el banco central ha mantenido el tipo de interés de referencia en el 75% (por debajo de los últimos datos de inflación), en un entorno de tipos de interés reales que profundizan en el terreno negativo. Ello hace que el panorama para los seguros de Vida vinculados al ahorro continúe siendo muy

complejo, al no poder ofrecer tipos de interés suficientes para compensar la pérdida de poder adquisitivo de los hogares por no disponer en el mercado de activos financieros con una rentabilidad suficiente para respaldar este tipo de productos.

2.1.11 Turquía

Se prevé que la economía turca se desacelere en 2023, con un crecimiento estimado del 1,6% (tras un crecimiento mejor de lo previsto en 2022 del 5,0%), situación que podría ir mejorando hacia el próximo año con un crecimiento en 2024 en torno al 2,0%. El banco central turco continúa aplicando una política monetaria heterodoxa y en su reunión de diciembre ha vuelto a reducir los tipos de interés, dejándolos en el 9,0%, en un entorno de alta inflación (64,27% en el mes de diciembre, lo que eleva la inflación media del año 2022 al 72,2%). La desaceleración económica prevista y la erosión de la renta disponible de los hogares y de los márgenes empresariales a consecuencia de la alta inflación perjudican el panorama para el negocio y la rentabilidad del sector asegurador, manteniendo elevada la presión sobre los precios de los seguros.

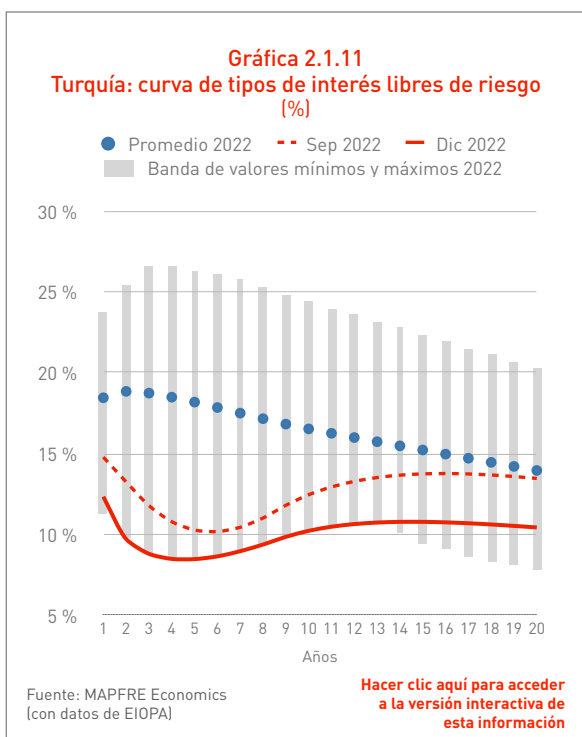
El negocio de los seguros de Vida vinculados al ahorro continuará particularmente lastrado

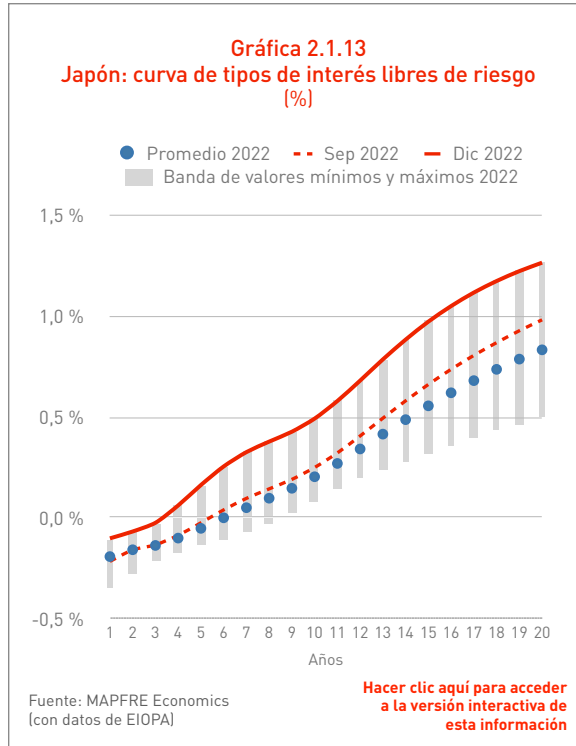
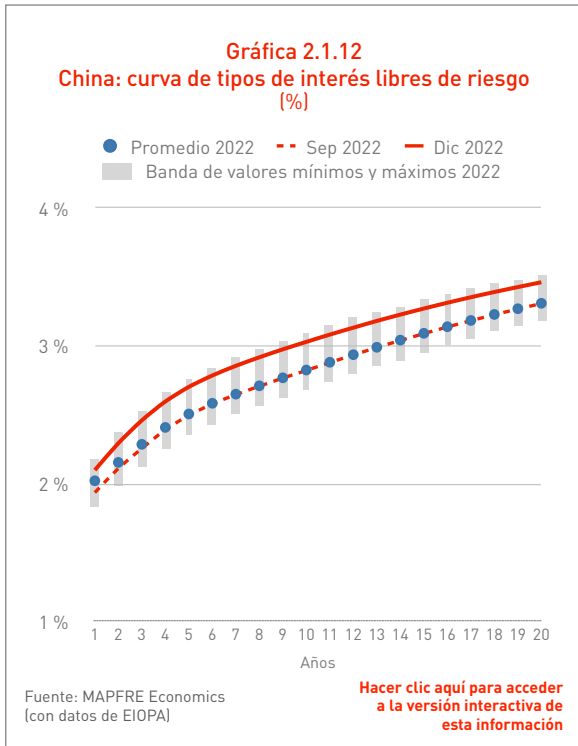
por el efecto de la política monetaria heterodoxa aplicada por el banco central en un entorno de elevada inflación, con lo que sigue profundizando en los tipos de interés reales negativos. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11) puede observarse la nueva bajada de los tipos de interés libres de riesgo, con una curva que queda muy lejos de poder compensar en todos sus tramos la pérdida de poder adquisitivo que conlleva la alta tasa de inflación.

2.1.12 China

Las estimaciones apuntan a una aceleración de la economía de China, con un crecimiento previsto en 2023 en torno al 4,8% y del 4,7% en 2024 (3,1% en 2022), aunque con cierta incertidumbre por factores como el efecto que pueda tener en la economía los nuevos brotes del virus con la relajación de la política del Covid-cero y una política monetaria acomodaticia ante la persistencia de los problemas en el mercado inmobiliario. Por otro lado, China es una de las pocas economías del mundo en el que la inflación se ha mantenido en niveles bajos. En términos generales, este entorno económico, aunado al bajo nivel de penetración del seguro en ese país, plantea un panorama favorable para desempeño del sector asegurador en el próximo año.

En cuanto a los tipos de interés, la inflación en China, que había sufrido un ligero repunte en los últimos meses, ha vuelto a caer, situándose en el 1,6% en el mes de noviembre, lo que deja la inflación media del año 2022 en el entorno del 2,3%. Ello ha permitido al banco central continuar aplicando una política monetaria acomodaticia, dejando los tipos de interés en el 3,65% en su reunión de diciembre. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12), se observa unos tipos de interés libres de riesgo bastante estabilizados en torno a los valores medios del año 2022, con una curva que presenta un ligero movimiento ascendente en el mes de diciembre y una prima por plazo positiva; contexto que continúa siendo altamente favorable para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, con estabilidad en los tipos de interés y una curva que permite ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto, por encima de la inflación.





2.1.13 Japón

Las estimaciones de crecimiento en 2023 para la economía japonesa apuntan a una desaceleración, con un crecimiento previsto en torno al 1,1% (1,5% en 2022). Los altos precios de la energía siguen afectando de forma negativa a la economía, y la desaceleración económica prevista puede debilitar el crecimiento del negocio asegurador cuya rentabilidad también se puede ver afectada de forma negativa por el repunte de la inflación, que ha alcanzado niveles no vistos en la economía nipona en las últimas décadas.

En cuanto al negocio de Vida, el Banco de Japón ha decidido no alterar su política monetaria ultra acomodaticia dejando los tipos de interés en el -0,1% en su reunión del mes de diciembre, a pesar del repunte de la inflación (3,8% en el mes de noviembre, alejándose una vez más de su objetivo del 2%), pero ha relajado el control de la curva de tipos a largo plazo que han repuntado, lo que ha revertido en parte la fuerte depreciación que venía sufriendo su moneda frente al dólar ante la señal de posibles nuevas medidas de endurecimiento de la política monetaria ultra acomodaticia que aplica desde hace más de una década. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13), se observan las perturbaciones

que ha sufrido la curva de tipos de interés libres de riesgo, la cual continúa ganando nivel y pendiente, presentando valores positivos prácticamente en todos sus tramos. Este nuevo incremento en los tipos de interés y la pendiente de la curva permite ofrecer una prima por plazo positiva con unas rentabilidades no vistas en el mercado nipón en los últimos años, lo cual favorece la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias.

2.1.14 Filipinas

Se prevé que la economía filipina se desacelere en 2023, con un crecimiento estimado del 4,7% (tras un crecimiento previsto en 2022 del 7,0%), lastrado por el encarecimiento de las importaciones relacionadas con la energía, si bien no deja de ser un crecimiento económico significativo apoyado en el consumo privado y la inversión. Este entorno económico sigue favoreciendo el desarrollo del negocio asegurador, con la ayuda del bajo nivel de penetración de los seguros en su economía. Sin embargo, la inflación no muestra síntomas de moderación y ha vuelto a repuntar en el mes de diciembre situándose en el 8,1% (lo que deja la inflación media del año 2022 en torno al 5,7%). Ello puede afectar de forma negativa a la rentabilidad de las entidades aseguradoras, al encarecer el coste de las

reclamaciones y otros gastos operativos, manteniendo la presión sobre el precio de los seguros.

En relación con los seguros de Vida vinculados al ahorro, el Banco Central de Filipinas está endureciendo sustancialmente su política monetaria en su lucha contra la inflación y ha vuelto a elevar el tipo de referencia en su reunión de diciembre hasta dejarlo en el 5,5%. La rentabilidad del bono soberano a diez años se situaba en el entorno del 7% a finales de año, con lo que la curva de tipos de interés se ha elevado en sus tramos más cortos, presentando una pendiente positiva algo menor que en el anterior trimestre. Este entorno sigue favoreciendo la comercialización de los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder garantizar tipos a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto, ganando también atractivo productos de este tipo con vencimientos más cortos.

2.1.15 Reaseguro

Según estimaciones de Swiss Re Institute⁵, las catástrofes naturales han causado en 2022 pérdidas económicas por valor de 260 mil millones de dólares, de las cuales 115 mil millones estaban aseguradas. Estas cifras, aunque son más bajas que las experimentadas en 2021, están por encima de los 81 mil millones de dólares de promedio anual de los 10 años anteriores, y es el segundo año consecutivo en que las pérdidas aseguradas estimadas ascienden a más de 100 mil millones de dólares, con un incremento anual del 5-7% en la última década. El huracán "Ian", que tocó tierra en el oeste de Florida a finales de septiembre, es la catástrofe natural más costosa de 2022, con pérdidas aseguradas preliminares estimadas de 50 a 65 mil millones de dólares. Además del huracán "Ian", Estados Unidos se vio afectado en la primera mitad del año por fuertes tormentas eléctricas, con tornados que causaron cuantiosas pérdidas económicas (28 mil millones de dólares) y aseguradoras (19 mil millones de dólares)⁶; país para el cual los desastres naturales en la primera mitad de 2022 estuvieron dominados por catástrofes relacionadas con el clima.

En febrero y marzo de 2022, Australia sufrió las inundaciones más costosas de su historia, las cuales afectaron el sureste de Queensland y la

costa de Nueva Gales del Sur. Con base en los costos reales de las 233.000 reclamaciones recibidas en ambos estados, el Insurance Council of Australia⁷ indica que se habían alcanzado, hasta el mes de septiembre, los 5.280 millones de dólares australianos (3.553 millones de dólares) en pérdidas aseguradas.

Por otra parte, en el norte y noroeste de Europa, una serie de tormentas invernales en el mes de febrero provocaron daños asegurados estimados en más de 3.700 millones de dólares. En el verano, Francia experimentó la serie de tormentas de granizo más severa jamás observada, con pérdidas aseguradas estimadas en 5 mil millones de euros, de acuerdo con estimaciones del Swiss Re Institute. Además, el calor extremo y las condiciones áridas a principios del verano provocaron escasez de agua e incendios forestales, especialmente en Italia, España y Portugal.

En virtud de las pérdidas aseguradas de alrededor de 120 mil millones de dólares ocurridas en 2022 y la creciente frecuencia y gravedad de las reclamaciones por catástrofes naturales, así como por el aumento de los costes de la indemnizaciones a consecuencia de la inflación y por la reducción de la capacidad de capital en los mercados globales de reaseguro, se prevé que, en 2023, se produzcan aumentos porcentuales de dos dígitos en las tasas de prima del reaseguro para la cobertura de catástrofes de daños patrimoniales⁸.

2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

2.2.1 Riesgos y vulnerabilidades del sector asegurador global

El pasado mes de diciembre, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) publicó su último informe sobre el mercado mundial de seguros 2022 (GIMAR)⁹, el cual fue elaborado en el marco de evaluación de riesgos para vigilar y detectar la posible acumulación de riesgo sistémico en el sector asegurador y mediante la recopilación de datos de los principales grupos aseguradores internacionales que representan más del 90% de las primas emitidas a nivel global.

El informe se centra en tres aspectos macroprudenciales. Primero, las perspectivas macroeconómicas de desaceleración, inflación elevada, tipos de interés al alza y el aumento de los riesgos en los mercados financieros. Segundo, los cambios estructurales en el sector de los seguros de Vida, incluida la participación por parte del capital riesgo (*private equity*). Y, finalmente, los riesgos relacionados con el clima. El análisis abarca datos de finales de 2021 y los datos más recientes disponibles de los mercados financieros. En este sentido, el informe advierte que, si bien 2021 fue un año en el que en conjunto en todas las regiones las posiciones de solvencia y rentabilidad de los grupos aseguradores mejoraron (respaldadas por el buen comportamiento de los mercados financieros en ese año), varios factores macroprudenciales están creando incertidumbre en torno a la posición de solvencia, rentabilidad y liquidez del sector asegurador para 2023. Los conflictos geopolíticos, la inflación, el endurecimiento de la política monetaria y el deterioro de las perspectivas económicas aumentan los riesgos de mercado, crédito y liquidez de cara al futuro.

En cuanto a las cifras del balance del sector asegurador global cubierto por el análisis, el informe destaca que la valoración de los activos totales al cierre de 2021 alcanzó la cifra de 44 billones de dólares, aumentando un 4,9%, mientras que los pasivos totales alcanzaron los 38 billones de dólares, un 4,3% más respecto al año previo. La gran mayoría de los activos del sector de seguros se compone de deuda corporativa, deuda soberana y acciones. La calidad crediticia general de los activos es alta, con una proporción limitada de activos por debajo del grado de inversión (3% a nivel mundial a finales de 2021); sin embargo, esto supuso un aumento desde el 2,4% a finales de 2020 y el 1,9% a finales de 2019.

Para las aseguradoras de Vida, el principal impacto ha procedido de la subida de los tipos de interés. Esto ha sido positivo para los recursos de capital y la rentabilidad de ciertos productos, con el potencial de reducir el riesgo de deficiencias en las provisiones técnicas. Para las aseguradoras de No Vida, por su parte, el principal impacto procede de la mayor inflación, en forma de aumento de los gastos y de la severidad de los siniestros, además de las

revalorizaciones de las provisiones técnicas. En el activo, las carteras de renta fija han perdido valor debido a la subida de los tipos de interés, especialmente en el caso de los títulos a más largo plazo. No obstante, por término medio, las aseguradoras de No Vida tienen una duración más corta en las carteras de renta fija, lo que reduce el impacto negativo de unos tipos de interés más altos en el valor de sus tenencias de activos y, por tanto, en sus posiciones de solvencia, y permite aumentos más inmediatos de los ingresos financieros derivados de mayores tipos de interés.

Los mercados de renta variable registraron pérdidas sustanciales en 2022, pero los supervisores observan que el impacto en las posiciones de solvencia de las aseguradoras fue, en general, relativamente limitado debido a que la mayoría tienen una asignación relativamente pequeña a renta variable. Sin embargo, la caída de los mercados de renta variable reduce los ingresos por comisiones de los productos tipo *unit-linked*. Además, el informe pone de relieve que el aumento de los pasivos en productos vinculados a renta variable con garantías podría ejercer presión sobre las posiciones de solvencia, aunque esto podría mitigarse en cierta medida por el aumento de los rendimientos de los bonos.

Desde el punto de vista de la estabilidad financiera, los supervisores señalan que estos riesgos se vigilarán de cerca y se analizarán para detectar posibles tensiones de liquidez y rentabilidad, teniendo en cuenta la interacción entre estos riesgos y el resto del sector financiero y la economía real. A escala mundial, los supervisores han incrementado su seguimiento y vigilancia de los riesgos para el sector de los seguros derivados del entorno actual y están planeando nuevas intervenciones para reforzar sus procesos de seguimiento y análisis a fin de identificar riesgos sistémicos en el sector de los seguros.

El análisis inter-sectorial muestra que las puntuaciones totales de riesgo sistémico de las aseguradoras siguen siendo significativamente inferiores a las de los bancos. No obstante, las puntuaciones de las aseguradoras tendieron al alza desde finales de 2016 hasta finales de 2021, mientras que las puntuaciones de los bancos tendieron ligeramente a la baja. El aumento de las puntuaciones de riesgo sistémico del sector

asegurador se debe principalmente a las categorías de interconexión y liquidación de activos; esto representa la mayor parte de la calificación total de riesgo sistémico. Las puntuaciones totales de estas categorías han aumentado un 21% y un 44%, respectivamente. A nivel de indicadores individuales de riesgo sistémico, el mayor crecimiento se produjo en los indicadores de activos denominados de nivel 3 (activos ilíquidos y difíciles de valorar), activos intra-financieros, derivados, financiación a corto plazo y pasivos intra-financieros.

El segundo tema del informe examina la participación de las empresas de capital riesgo en el sector de los seguros a través de inversiones, adquisiciones, asociaciones, reaseguros y otros acuerdos. El informe pone de relieve que se trata de una tendencia que, en general, es coherente con la transformación del sector de los seguros de Vida. En determinadas jurisdicciones, las aseguradoras que colaboran con empresas de capital riesgo se han asociado con una mayor implicación en actividades específicas como el reaseguro transfronterizo, la asignación de activos a activos complejos e ilíquidos, y prácticas empresariales complejas y menos transparentes. Sin embargo, el análisis de este tema ha revelado que estas actividades no son nuevas ni exclusivas de las aseguradoras que participan en empresas de capital riesgo, sin perjuicio de la conveniencia de mejorar la supervisión de las inversiones alternativas y mercados no regulados, perfeccionando el ejercicio de análisis para captar mejor las transferencias de carteras de seguros de vida (incluso a través del reaseguro).

Por último, cabe destacar que el informe trata de los riesgos relacionados con el clima para el sector de los seguros, advirtiendo que la falta de avances en la reducción de las emisiones mundiales de combustibles fósiles puede dar lugar a una transición retardada y divergente entre países. En este sentido, considera fundamental que los supervisores de seguros refuercen su comprensión del tipo y magnitud de las exposiciones relacionadas con el clima para apoyar respuestas de supervisión eficaces. Los supervisores esperan que el impacto del cambio climático se amplíe y afecte materialmente a los activos, la gestión de riesgos y el desarrollo de productos de las aseguradoras.

2.2.2 Informe de estabilidad financiera 2022 de EIOPA

El 15 de diciembre de 2022, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó su informe de estabilidad financiera¹⁰, en el que pone de relieve los principales riesgos que considera claves para el sector asegurador y el de los fondos de pensiones. Dichos riesgos se concentran en cinco principales: riesgo macroeconómico, riesgo de mercado, riesgo de crédito, riesgo cibernético y riesgos asociados al cambio climático.

Riesgo macroeconómico

En Europa, el componente relacionado con la energía es el que está motivando principalmente el aumento de los precios. A finales de septiembre, la inflación de los precios al consumo se estimaba en un 10% para 2022 y los precios a la producción industrial, que suelen avanzar los precios al consumo, subieron un 43,3% en los 12 meses anteriores a agosto de 2022. No obstante, de momento las expectativas de inflación que anticipan los mercados financieros han permanecido relativamente estables. Del análisis de las cotizaciones de los bonos ligados a la inflación, estas expectativas quedan ligeramente por encima del 2% para vencimientos entre 3,5 y 7,5 años, pero si la situación continúa en un entorno de fortaleza del mercado laboral (con una tasa de desempleo del 6% de media en Europa en el mes de agosto de 2022) aumenta la posibilidad de entrar en una espiral de incrementos de salarios y precios.

Por otro lado, las perspectivas de crecimiento económico en Europa se han deteriorado significativamente. Una inflación sostenida de forma generalizada podría acabar provocando una mayor contracción de la renta real disponible de hogares y empresas y un descenso de los ratios de ahorro y de las inversiones. Esto, a su vez, puede producir un menor crecimiento, dejando menos margen para un mayor endurecimiento de la política monetaria sin riesgo de recesión. Así, se prevé que las economías de algunos países clave en la Unión Europea, como Alemania e Italia, se contraigan en 2023.

Desde la perspectiva sectorial, la inflación de siniestros y gastos puede dar lugar a un aumento de las reservas de las entidades aseguradoras para tener en cuenta los ajustes al alza de la inflación prevista. El informe de EIOPA advierte que aunque el mayor impacto se produce en el segmento No Vida y salud, la inflación de gastos puede afectar a todo el sector. Sin primas más elevadas, los resultados de suscripción también disminuirán. Sin embargo, incluso en los ramos obligatorios, el menor poder adquisitivo de los asegurados, unido a la intensa competencia, podría restringir el margen para tales aumentos.

Riesgo de mercado

El informe advierte sobre el riesgo del aumento de la volatilidad de los precios de los bonos y del uso de derivados de tipos de interés que pueden dar lugar a requerimientos de depósitos de efectivo para cubrir las pérdidas derivadas de estos instrumentos, como ocurrió con los fondos de pensiones británicos. En cuanto a la subida de los tipos de interés, pone de relieve que puede tener efectos positivos y negativos para las aseguradoras. Así, cuando la duración de los pasivos es superior a la de los activos (en particular, en las aseguradoras de Vida), los tipos de descuento más altos aumentan el exceso de activos sobre pasivos, aunque esto podría verse contrarrestado por la posible revalorización de las primas de riesgo. Por otro lado, el volumen de nuevas operaciones podría disminuir a consecuencia de un entorno económico más adverso y los asegurados podrían rescatar los contratos existentes en las pólizas de seguros de Vida.

Riesgo de crédito

Los diferenciales de los bonos soberanos y corporativos de la Unión Europea (primas de riesgo) son considerablemente más elevados que a principios de año. Un aumento en las primas de riesgo tiene un efecto negativo en las carteras de las entidades aseguradoras. De esta forma, el riesgo de un cambio abrupto repentino en los *spreads*, a consecuencia de un incremento en los impagos y del riesgo de liquidez de los bonos corporativos sigue siendo relevante, en particular si las condiciones de financiación se endurecen y se retiran las medidas de política económica de apoyo a estos sectores.

En este sentido, el informe incluye un ejercicio para calibrar cuánto pueden aumentar las primas de riesgo antes de que el exceso de activos sobre pasivos de las aseguradoras, tras todas las perturbaciones, caiga por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2021. Considera que, en general, las primas de riesgo podrían aumentar 190 puntos básicos (pbs) antes de compensar totalmente el efecto positivo de la inflación y la subida de los tipos de interés en el balance de las aseguradoras. No obstante, el nivel crítico de aumento de las primas de riesgo varía considerablemente según los tipos de negocio. El modelo da como resultado un aumento de 240 pbs de las primas de riesgo para las empresas de Vida, que podría subestimarse, ya que el modelo no capta la capacidad de absorción de pérdidas, 80 pbs para las empresas de No Vida que están aún más expuestas sin más colchones de capacidad de absorción y 145 pbs para las empresas mixtas. Señala que, debido a la brecha de duración negativa general entre activos y pasivos, cuanto mayor sea el nivel del tipo de interés libre de riesgo, mayor será el nivel de las primas de riesgo que puede absorber una empresa de seguros antes de registrar efectos negativos en su balance.

Riesgo cibernético

Los supervisores siguen considerando que la importancia de la digitalización y los riesgos cibernéticos ha aumentado, especialmente en el contexto geopolítico actual. Al considerar la evolución prevista en términos de materialidad del riesgo durante el próximo año, la digitalización y los ciberriesgos siguen ocupando el segundo lugar, por detrás de los riesgos macroeconómicos. Por último, en este contexto de creciente preocupación entre los supervisores en relación con la digitalización y los riesgos cibernéticos, EIOPA publicó en noviembre un documento de debate sobre los principios metodológicos de las pruebas de estrés de seguros con especial atención a los riesgos cibernético¹¹. Este documento establece los principios metodológicos que pueden utilizarse para apoyar la fase de diseño de futuros ejercicios de pruebas de estrés que tengan por objeto evaluar la vulnerabilidad de las aseguradoras a los riesgos cibernéticos.

Riesgos asociados al cambio climático

Por último, el impacto del cambio climático en las aseguradoras y los fondos de pensiones sigue siendo una de las principales prioridades de la labor de EIOPA. En este sentido, el informe recuerda que el último verano, que volvió a traer temperaturas récord, sequías e incendios en toda Europa, fue otro recordatorio de la necesidad de actuar.

Apéndice: previsiones macroeconómicas

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

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

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

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

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

¹Europa del Este
Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

	Escenario Base (EB)					
	2019	2020	2021	2022(e)	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,8	1,2	4,7	8,0	3,9	2,5
Eurozona	1,2	0,3	2,6	8,4	5,0	2,4
Alemania	1,4	0,5	3,1	7,9	5,9	2,6
Francia	1,1	0,5	1,6	5,7	4,8	2,2
Italia	0,6	-0,1	1,9	8,2	5,8	2,3
España	0,7	-0,3	3,1	8,4	4,3	2,5
Reino Unido	1,8	0,9	2,6	8,9	6,9	2,5
Japón	0,5	0,0	-0,2	2,4	1,5	0,8
Mercados emergentes	5,1	5,2	5,9	9,8	7,5	4,4
América Latina	7,7	6,4	9,8	19,7	19,9	17,3
México	3,6	3,4	5,7	8,0	5,2	3,8
Brasil	3,7	3,2	8,3	9,3	5,0	3,8
Argentina	53,5	42,0	48,4	73,1	99,6	75,7
Colombia	3,5	2,5	3,5	10,0	8,7	3,9
Chile	2,3	3,0	4,5	11,5	7,9	2,7
Perú	2,1	1,8	4,0	7,9	5,7	3,0
Emergentes europeos ¹	6,6	5,3	9,5	27,9	19,4	9,3
Turquía	15,2	12,3	19,6	72,2	51,0	26,1
Asia Pacífico	2,9	2,5	1,0	2,5	2,6	2,2
China	2,9	2,5	0,9	2,3	2,4	2,1
Indonesia	2,8	2,0	1,6	4,3	4,2	2,8
Filipinas	2,4	2,4	3,9	5,7	4,4	2,9
Mundo	3,5	3,2	4,7	8,2	5,6	3,1

	Escenario Estresado (EE)					
	2019	2020	2021	2022(e)	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,8	1,2	4,7	8,0	5,1	4,6
Eurozona	1,2	0,3	2,6	8,4	7,4	5,9
Alemania	1,4	0,5	3,1	8,0	7,6	4,6
Francia	1,1	0,5	1,6	5,7	6,1	5,3
Italia	0,6	-0,1	1,9	8,2	8,2	4,7
España	0,7	-0,3	3,1	8,4	6,1	3,7
Reino Unido	1,8	0,9	2,6	9,1	8,1	5,3
Japón	0,5	0,0	-0,2	2,4	2,3	2,1
Mercados emergentes	5,1	5,2	5,9	9,8	8,1	5,0
América Latina	7,7	6,4	9,8	19,7	21,0	18,5
México	3,6	3,4	5,7	8,0	6,2	5,4
Brasil	3,7	3,2	8,3	9,3	6,8	6,3
Argentina	53,5	42,0	48,4	73,1	103,4	84,6
Colombia	3,5	2,5	3,5	10,0	10,0	6,2
Chile	2,3	3,0	4,5	11,5	9,5	7,6
Perú	2,1	1,8	4,0	7,9	6,8	4,8
Emergentes europeos ¹	6,6	5,3	9,5	27,9	20,0	10,0
Turquía	15,2	12,3	19,6	72,2	55,0	39,2
Asia Pacífico	2,9	2,5	1,0	2,5	3,4	3,3
China	2,9	2,5	0,9	2,3	3,2	3,2
Indonesia	2,8	2,0	1,6	4,3	4,9	4,1
Filipinas	2,4	2,4	3,9	5,7	6,2	5,7
Mundo	3,5	3,2	4,7	8,2	6,0	3,6

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

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

¹Europa del Este
 Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

	Escenario Base (EB)					
	2019	2020	2021	2022(e)	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,92	0,93	1,52	3,87	3,37	2,72
Eurozona	0,32	-0,19	0,32	2,83	2,43	2,26

	Escenario Esresado (EE)					
	2019	2020	2021	2022(e)	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,92	0,93	1,52	3,87	4,64	4,32
Eurozona	0,32	-0,19	0,32	2,83	3,42	3,60

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2019	2020	2021	2022(e)	2023(p)	2024(p)
USD-EUR	0,89	0,81	0,88	0,94	0,97	0,95
EUR-USD	1,12	1,23	1,13	1,06	1,03	1,05
GBP-USD	1,32	1,36	1,35	1,20	1,20	1,21
USD-JPY	109,12	103,54	115,00	133,73	141,71	137,13
USD-CNY	6,99	6,52	6,35	6,96	7,05	6,53

	Escenario Estresado (EE)					
	2019	2020	2021	2022(e)	2023(p)	2024(p)
USD-EUR	0,89	0,81	0,88	0,94	1,01	0,99
EUR-USD	1,12	1,23	1,13	1,06	0,99	1,01
GBP-USD	1,32	1,36	1,35	1,20	1,14	1,16
USD-JPY	109,12	103,54	115,00	133,73	145,41	141,03
USD-CNY	6,99	6,52	6,35	6,96	7,33	6,81

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2019	2020	2021	2022(e)	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,75	0,25	0,25	4,50	5,00	2,50
Eurozona	0,00	0,00	0,00	2,50	2,50	1,50
China	3,25	3,00	3,00	2,75	2,75	3,00

	Escenario Estresado (EE)					
	2019	2020	2021	2022(e)	2023(p)	2024(p)
Estados Unidos	1,75	0,25	0,25	4,50	6,00	5,25
Eurozona	0,00	0,00	0,00	2,50	3,50	3,25
China	3,25	3,00	3,00	2,75	4,00	4,25

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 5 enero 2023.

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

Índice de tablas, gráficas y recuadros

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	40
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	43
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	45
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	47
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	49
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	52
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	54
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	56
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	58
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	61
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	63
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	65
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	67
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	69
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto (PIB)	87
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	88
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	89
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	89
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	89

Gráficas

Gráfica 1.1.2-a	Global: crecimiento del PIB e inflación globales y contribución por regiones al crecimiento	18
Gráfica 1.1.2-b	Global: cadenas de suministro	18
Gráfica 1.1.2-c	Global: precios de materias primas y energía	18
Gráfica 1.1.2-d	Estados Unidos y Eurozona: inflación	19
Gráfica 1.1.2-e	Mercados avanzados y emergentes: inflación	19
Gráfica 1.1.2-f	Estados Unidos y Eurozona: confianza del consumidor	20
Gráfica 1.1.2-g	Estados Unidos: salarios reales	20
Gráfica 1.1.2-h	Estados Unidos: ciclos de tipos de interés de política monetaria	20
Gráfica 1.1.2-i	Países seleccionados: ciclo de crédito	27
Gráfica 1.1.3-a	Global: PMIs mercados avanzados y mercados emergentes	28
Gráfica 1.1.3-b	Estados Unidos: indicadores de empleo	29
Gráfica 1.1.3-c	Países seleccionados: PMIs manufactureros	29
Gráfica 1.1.3-d	Global: gas almacenado	29
Gráfica 1.1.3-e	China: PMIs	30
Gráfica 1.1.3-f	China: impulso crediticio	30
Gráfica 1.1.3-g	Países seleccionados: PMIs manufactureros	31
Gráfica 1.1.3-h	América Latina: EMBI	31
Gráfica 1.1.3-i	Global: perspectivas de recesión	31
Gráfica 1.1.5	Balance de riesgos de corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales	33
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: viviendas iniciadas	39
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: precios de la vivienda	39

Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	40
Gráfica 1.2.1-d	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	40
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: balanza comercial	42
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: términos de intercambio	42
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	43
Gráfica 1.2.2-d	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	43
Gráfica 1.2.3-a	España: matriculaciones de vehículos nuevos	44
Gráfica 1.2.3-b	España: indicador de sentimiento económico	44
Gráfica 1.2.3-c	España: descomposición y previsiones del PIB	45
Gráfica 1.2.3-d	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	45
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: sentimiento del consumidor	46
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: sentimiento de los negocios	46
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	47
Gráfica 1.2.4-d	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	47
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	49
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	49
Gráfica 1.2.5-c	Italia: balanza comercial de bienes	50
Gráfica 1.2.5-d	Italia: producción industrial	50
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: balanza comercial de bienes	51
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: balanza comercial de servicios	51
Gráfica 1.2.6-c	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	52
Gráfica 1.2.6-d	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	52
Gráfica 1.2.7-a	Japón: evolución del tipo de cambio	53
Gráfica 1.2.7-b	Japón: precio de inmuebles residenciales	53
Gráfica 1.2.7-c	Japón: descomposición y previsiones del PIB	54
Gráfica 1.2.7-d	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	54
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	56
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	56
Gráfica 1.2.8-c	Turquía: tipo de cambio	57
Gráfica 1.2.8-d	Turquía: inflación general	57
Gráfica 1.2.9-a	México: descomposición y previsiones del PIB	58
Gráfica 1.2.9-b	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	58
Gráfica 1.2.9-c	México: tipo de interés oficial vs tipos de la Reserva Federal	59
Gráfica 1.2.9-d	México: tipo de cambio	59
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: inflación vs tipo de interés oficial	60
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: tipo de cambio	60
Gráfica 1.2.10-c	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	61
Gráfica 1.2.10-d	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	61
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: inflación	62
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: tipo de cambio	62
Gráfica 1.2.11-c	Argentina: descomposición y previsiones del PIB	63
Gráfica 1.2.11-d	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	63
Gráfica 1.2.12-a	China: balanza en cuenta corriente	64
Gráfica 1.2.12-b	China: índice de sentimiento en el sector inmobiliario	64
Gráfica 1.2.12-c	China: descomposición y previsiones del PIB	65
Gráfica 1.2.12-d	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	65
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB	67
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	67
Gráfica 1.2.13-c	Indonesia: balanza en cuenta corriente	68
Gráfica 1.2.13-d	Indonesia: tipo de interés oficial	68
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB	69
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	69
Gráfica 1.2.14-c	Filipinas: exportaciones	70
Gráfica 1.2.14-d	Filipinas: balanza en cuenta corriente	70
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	73

Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo	75
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	76
Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	77
Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	78
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	79
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	80
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	80

Recuadros

Recuadro 1.1.2	Actualización de política monetaria	21
Recuadro 1.1.5-a	Entorno geopolítico: los retos globales 2023	35
Recuadro 1.1.5-b	Consideraciones sobre la inflación	37

Referencias

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

2/ MAPFRE Economics (2022), *Panorama económico y sectorial 2022: perspectivas hacia el cuarto trimestre*, op. cit., pp. 12-21.

3/ Los riesgos latentes para la economía de los Estados Unidos son variados, pero se resalta este riesgo señalado en el informe trimestral del Banco Internacional de Pagos (BIS), publicado el 5 de diciembre de 2022.

4/ Véanse las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), las cuales muestran los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2021, así como el nivel de las últimas curvas correspondientes a los meses de junio y diciembre de 2021. La información puede consultarse en: "Curvas EIOPA", en: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>

5/ Swiss Re Institute (2022). *Hurricane Ian drives natural catastrophe year-to-date insured losses to USD 115 billion*, Swiss Re Institute estimates. Press release.

6/ Munich Re (2022). *Natural disaster review for first half of 2022*. Media information.

7/ Insurance Council of Australia (2022). *New research shows every Australian pays for extreme weather*. News release.

8/ Fitch Ratings (2022). *Hard Property Catastrophe Reinsurance Market to Support 2023 Margins*.

9/ Véase: International Association of Insurance Supervisors (2022), *Global Insurance Market Report 2022*, en: <https://www.iaisweb.org/activities-topics/financial-stability/gimar/>

10/ Véase: EIOPA (2022), *Financial Stability Report 2022*, en: https://www.eiopa.europa.eu/document-library/financial-stability-report/financial-stability-report-december-2022_en

11/ Véase: EIOPA (2022), *EIOPA consults on cyber component in its insurance stress testing framework*, en: https://www.eiopa.europa.eu/media/news/eiopa-consults-cyber-component-its-insurance-stress-testing-framework_en?source=search

Otros informes de MAPFRE Economics

- MAPFRE Economics (2022), *GIP-MAPFRE 2022*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *El mercado asegurador latinoamericano en 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *El mercado español de seguros en 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Ahorro global tras la pandemia e inversiones del sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Covid-19: un análisis preliminar de los impactos demográficos y sobre el sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Sistemas de pensiones en perspectiva global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Inclusión financiera en seguros*, Madrid, MAPFRE Economics.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2019), *Envejecimiento poblacional*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Índice Global de Potencial Asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Sistemas de salud: un análisis global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2018), *Regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- Servicio de Estudios de MAPFRE (2017), *Elementos para la expansión del seguro en América Latina*, Madrid, Fundación MAPFRE.



CENTRO DE DOCUMENTACIÓN

Todas nuestras publicaciones a tu alcance

Acceso gratuito a nuestro fondo documental especializado en:

- Seguros
- Gerencia de riesgos
- Prevención



Fundación **MAPFRE**

Centro de Documentación

www.fundacionmapfre.org/documentacion

AVISO

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

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

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

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

Fundación
MAPFRE

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid

Fundación **MAPFRE**

www.fundacionmapfre.org

Paseo de Recoletos, 23
28004 Madrid