



Fundación **MAPFRE**

**PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2022**

MAPFRE Σconomics

Panorama económico y sectorial 2022

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

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

Citar como:
MAPFRE Economics (2022), *Panorama económico y sectorial 2022*, 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:
2022, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Enero, 2022.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jroja1@mapfre.com

Vicente Balmaseda del Campo

Álvaro Guillén Marín

David Esteban Montes Rojas

Gadea Ibáñez Franco

Giovanni Di Plácido Montilla

Marta Seijas Cabezón

Contenido

Presentación	9
Introducción	11
Resumen ejecutivo	13
1. Panorama económico	17
1.1. El panorama económico global: incertidumbre renovada en un entorno atípico	17
1.1.1 Un entorno de atípico	17
1.1.2 La evolución de la pandemia	25
1.1.3 Escenarios y previsiones	26
1.1.4 Balance de riesgos	27
1.2. Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	31
1.2.1 Estados Unidos	31
1.2.2 Eurozona	34
1.2.3 España	37
1.2.4 Alemania	41
1.2.5 Italia	44
1.2.6 Reino Unido	47
1.2.7 Japón	50
1.2.8 Turquía	53
1.2.9 México	56
1.2.10 Brasil	59
1.2.11 Argentina	62
1.2.12 China	65
1.2.13 Indonesia	68
1.2.14 Filipinas	71

2. Panorama sectorial	75
2.1. El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora.	75
2.1.1 Mercados globales	75
2.1.2 Eurozona.	76
2.1.3 Alemania	77
2.1.4 Italia	77
2.1.5 España	78
2.1.6 Reino Unido	78
2.1.7 Estados Unidos	84
2.1.8 Brasil	85
2.1.9 México	93
2.1.10 Argentina	94
2.1.11 Turquía	94
2.1.12 China	95
2.1.13 Japón	95
2.1.14 Filipinas	96
2.1.15 Reaseguro	96
2.2. Tendencias regulatorias y de supervisión	97
2.2.1. Informe de estabilidad financiera 2021 de EIOPA	97
2.2.2. Test de estrés 2021 de EIOPA: una pandemia persistente en un entorno de bajos tipos de interés	98
 Apéndice:	
previsiones macroeconómicas	103
 Índice de tablas, gráficas y recuadros	107
 Referencias	111

Presentación

Fundación MAPFRE se complace en presentar una nueva edición del informe de MAPFRE Economics *Panorama económico y sectorial*, que en esta ocasión ofrece una visión general respecto de las principales perspectivas y tendencias macroeconómicas y financieras globales para 2022, así como una valoración respecto de su impacto sobre la actividad aseguradora. Como en años anteriores, los comentarios y previsiones macroeconómicas y de seguros de este informe se revisarán a lo largo de 2022 con la publicación de tres actualizaciones trimestrales.

Como apunta el informe, la recuperación de 2021 mostró una etapa de sólida aceleración en la primera mitad del año, seguida por unas tasas de crecimiento menos intensas en el segundo semestre como consecuencia de presiones en los precios debido a: problemas en las cadenas de suministros y deficiencias logísticas, principalmente en el transporte marítimo y puertos; el aumento de los precios de las materias primas y de los costes de la energía; una demanda que se concentró en los bienes de consumo en detrimento de los servicios, y una renovada incertidumbre ante la amenaza de la nueva variante "Ómicron". No obstante, MAPFRE Economics prevé que la recuperación continuará en el próximo año, si bien a un ritmo menor y con divergencias entre las economías desarrolladas y emergentes, estimando un crecimiento de la economía mundial en 2022 en el entorno del 4,8% en el escenario base y del 4,0% en un escenario estresado.

En lo que se refiere al sector asegurador, la mayor sensibilidad al riesgo por parte de los agentes económicos provocada por los efectos de la pandemia del Covid-19 será un estímulo adicional en la demanda de aseguramiento, con lo que el panorama en 2022 seguirá siendo positivo para el desarrollo de este negocio.

La publicación de *Panorama económico y sectorial 2022* se enmarca dentro de las actividades de educación financiera y de seguros de Fundación MAPFRE, que tienen por objeto contribuir a mejorar la cultura 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

En la versión 2022 del informe *Panorama económico y sectorial*, MAPFRE Economics ofrece un análisis de las perspectivas respecto al desempeño económico tanto a nivel global como de las principales economías del mundo y, a partir de este, su visión con relación al entorno que enfrentará la actividad aseguradora en este año.

Tras una aceleración en la primera mitad del 2021, la economía global se ralentizó debido al aumento de los precios de las materias primas y de la energía, a los problemas en las cadenas de suministros, a una demanda congestionada en los bienes de consumo en detrimento de los servicios, así como por la incertidumbre provocada por el retorno a las medidas de distanciamiento social ante la nueva variante del Covid-19. Además, frente al resurgimiento de la inflación, los bancos centrales de los países emergentes han comenzado a endurecer su política monetaria, mientras que en los mercados desarrollados esta se mantiene estable para seguir impulsando la recuperación económica, aunque ya anticipa un cambio de sesgo. Así, la economía global se enfila a un crecimiento más lento que en 2021, que se situaría en el entorno del 4,8% en 2022 y del 3,6% en 2023, con los mercados desarrollados tomando el protagonismo para el cierre de la brecha de producto durante los próximos años.

Por otra parte, a pesar de la desaceleración económica global y del aumento de la incertidumbre, la mayor aversión al riesgo por parte de los agentes económicos como resultado de la pandemia, será un importante estímulo en la demanda de aseguramiento, lo que sigue planteando un panorama positivo en 2022 para el desarrollo del sector asegurador. Además, los efectos negativos de la reapertura económica sobre la siniestralidad de algunos ramos de seguro tenderán a corregirse, por lo que el panorama de la rentabilidad de las entidades aseguradoras continuará siendo favorable, a pesar del efecto que pueda tener el repunte de la inflación en el corto plazo.

Esperamos que esta nueva versión de nuestro informe anual de perspectivas ayude a la mejor comprensión del entorno económico global, así como de los factores que podrán afectar el desempeño de la actividad aseguradora en este nuevo año.

MAPFRE Economics

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2022

Panorama económico

Factores como la liberación del ahorro acumulado, el mantenimiento de las políticas gubernamentales de apoyo fiscal y las condiciones monetarias ultralaxas por parte de los bancos centrales, contribuyeron a la aceleración de la economía global durante la primera mitad del 2021. Sin embargo, durante la segunda mitad del año las tasas de crecimiento se han visto ralentizadas debido al aumento de los precios de las materias primas y de la energía, a los problemas en las cadenas de suministros, a una demanda congestionada en los bienes de consumo en detrimento de los servicios que agrava los cuellos de botella, así como a la incertidumbre provocada por el retorno a las medidas de distanciamiento social ante "Ómicron", la nueva variante del Covid-19.

Como consecuencia de todo ello, los bancos centrales de los países emergentes han comenzado a endurecer su política monetaria elevando los tipos de interés de referencia, mientras que, en los mercados desarrollados, aunque se empiezan a ver las primeras subidas de tipos en países como Australia, Canadá o Reino Unido, la política monetaria se mantiene, por el momento, estable con el fin de seguir impulsando la recuperación económica. En los Estados Unidos, comienza el *tapering* dando paso a una fase de reducción de activos, en tanto que el Banco Central Europeo ha anunciado que mantendrá los tipos de interés, sumándose a la corriente de aumentar la tolerancia a la inflación por encima del 2% y defendiendo que la inflación tiene una naturaleza esencialmente transitoria.

A partir de este entorno económico global, en esta nueva versión del informe *Panorama*

económico y sectorial se analiza un escenario en el que se prevé que, a pesar de la vuelta a las restricciones y a que la normalización se dilata tras el impacto de la nueva variante "Ómicron", las medidas de restricción que se adopten serán más suaves y menos lesivas a nivel económico, gracias a la experiencia acumulada. Asimismo, la aversión al riesgo global permanecerá en la senda de normalización (pese a repuntes temporales a corto plazo) convergiendo hacia los valores promedio del último lustro en 2022. De esta forma, en este escenario la economía global crecería en el entorno del 4,8% en 2022, desacelerándose al 3,6% en 2023. Los mercados emergentes lo harán ligeramente por debajo de esa cifra, mientras que los mercados desarrollados crecerán por encima. Así, serán estos últimos los protagonistas para el cierre de la brecha de producto durante los próximos años, ya que los mercados desarrollados aportarán dos terceras partes del cierre de esta.

Por otra parte, en el *escenario estresado* considerado en este informe se prevé que no se alcanzarían los niveles de restricciones del comienzo de la pandemia, pero se presentaría un escenario sustancialmente peor causado por la ineficacia de las vacunas ante el efecto de las nuevas variantes del virus, la saturación de los sistemas de salud y los contagios. En este escenario alternativo, el retorno a la normalidad se retrasaría y el impacto de las cadenas de suministro se tornaría más adverso, con disrupciones que se propagarían a un abanico mayor de bienes y servicios, impulsando la inflación al alza hasta finales de 2022. En este escenario, la aversión al riesgo se reduce al igual que en el escenario base, pero con más lentitud, generando que el crecimiento económico global se debilite tanto en 2022 como en 2023, con estimaciones que rondarían el 4,0% y 2,6%, en cada caso.

Es conveniente señalar que, en ambos escenarios, la política monetaria de las economías desarrolladas manifiesta los primeros signos de endurecimiento durante 2022 y 2023, manteniendo el ritmo gradual de normalización para sostener las necesidades financieras de los gobiernos. Asimismo, la política fiscal seguirá los pasos de la política monetaria, dotando de medidas más intermitentes y de menor impacto.

Panorama sectorial

Tras el año de fuerte recuperación de los mercados aseguradores a nivel mundial, 2022 es un año que viene marcado por un entorno más complejo con una desaceleración en el crecimiento económico global, más dispar entre las distintas economías del mundo y la persistencia de una inflación que está motivando un cambio de orientación hacia políticas monetarias menos acomodaticias e incluso el endurecimiento de la política monetaria más allá de los niveles anteriores a la pandemia en algunos mercados emergentes, ante el fuerte aumento de la inflación.

A pesar de la desaceleración económica global y del aumento de la incertidumbre por el desarrollo de nuevas variantes del virus, la mayor aversión al riesgo por parte de los agentes económicos como consecuencia de la pandemia es un estímulo adicional en la demanda de aseguramiento, lo que sigue dibujando un panorama positivo en 2022 para el desarrollo del negocio asegurador. Por otro lado, los efectos negativos de la reapertura económica sobre la siniestralidad de algunos seguros (como los de autos, vida o salud) tienden a corregirse, por lo que el panorama de la rentabilidad de las entidades aseguradoras continúa siendo favorable, a pesar del efecto que pueda tener el repunte de la inflación en el corto plazo.

En la Eurozona, en 2022 se espera una ligera desaceleración, aunque algunas economías como la de Alemania o la de España se acelerarán, con un crecimiento económico que en general estimulará el desarrollo del sector asegurador en la región. Las disrupciones en las cadenas de suministros (aunque comienzan a mejorar) continuarán afectando de manera particular al sector automovilístico, lastrando las nuevas matriculaciones y repercutiendo de

forma negativa en el negocio de los seguros de autos, situación que puede revertir a lo largo del año, teniendo en cuenta la previsión de crecimiento económico y la existencia de una cierta demanda embalsada ante esta situación. El negocio para los seguros de Vida vinculados al ahorro continuará marcado por el entorno de bajos tipos de interés, a pesar del inicio de un cambio de orientación de la política monetaria del Banco Central Europeo, hacia una retirada gradual de los estímulos monetarios extraordinarios aplicados a consecuencia de la pandemia, centrado en la reducción del programa de compras netas de bonos.

En los Estados Unidos, el ajuste de la política monetaria será más rápido y está previsto que, además, implique subidas de los tipos de interés e incluso un proceso de reducción del balance de la Reserva Federal. La renta variable sigue percibiéndose como una alternativa para protegerse contra el repunte de la inflación en un entorno de tipos de interés reales negativos, lo que está favoreciendo el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión. Sin embargo, el panorama es algo más complicado para este tipo de seguros en el que las entidades aseguradoras deberán ir adaptando sus productos a un nuevo entorno de tipos de interés libres de riesgo y de primas de riesgo en la renta fija algo más tensionados, así como a una mayor volatilidad en la renta variable. El negocio de Vida riesgo, por su parte, puede verse beneficiado de una mayor sensibilidad al riesgo de fallecimiento de hogares y empresas a consecuencia de la pandemia.

Los mercados emergentes, por su parte, presentan un panorama dispar, con una desaceleración en el crecimiento económico que afectará de forma menos acusada a los emergentes asiáticos y en mayor medida a otras regiones, como es el caso de América Latina, que si bien el año anterior recuperó gran parte de la caída del PIB sufrida durante la crisis, se prevé que en 2022 reciba un impulso menor en un entorno de reducción de estímulos fiscales y endurecimiento de las políticas monetarias, altos ratios de endeudamiento y mayor presión sobre sus respectivas divisas por las subidas de tipos de interés previstas por la Reserva Federal de los Estados Unidos. Así, se anticipa una desaceleración acusada en

la región, situación que puede traducirse en un menor crecimiento de sus mercados aseguradores. No obstante, las subidas de tipos que se están produciendo en algunos de estos mercados (como es el caso de Brasil y México), han generado un entorno de tipos de interés más favorable para el desarrollo del negocio de Vida vinculado al ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. Otros países, como Turquía o Argentina, no tendrán este impulso, al haber implementado políticas monetarias menos ortodoxas, profundizando en una situación de tipos de interés reales negativos.

En cuanto al reaseguro, durante 2021 los desastres naturales causaron pérdidas globales sustancialmente mayores que en los dos años anteriores, contabilizándose entre uno de los ejercicios de mayores pérdidas por este tipo de catástrofes desde que se tienen registros. Dichas pérdidas fueron lideradas por los eventos que golpearon a los Estados Unidos (destacando el huracán "Ida") y a Europa,

donde el sistema meteorológico de baja presión "Bernd" causó fuertes precipitaciones y daños en el oeste de Alemania, los Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo. En España, destacó la erupción del volcán Cumbre Vieja en el sur de La Palma, en las Islas Canarias.

Por último, es de destacar que en diciembre de 2021 la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó su último informe de estabilidad financiera en el que pone de relieve los principales riesgos que considera claves para la industria aseguradora. Los más relevantes se exponen en el último apartado de este informe, destacando el riesgo macroeconómico (que permanece elevado), el de crédito y el de mercado, a los que se suman otros riesgos emergentes como el cibernético, que se ha elevado a un primer plano, y los denominados riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG).

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global: incertidumbre renovada en un entorno atípico

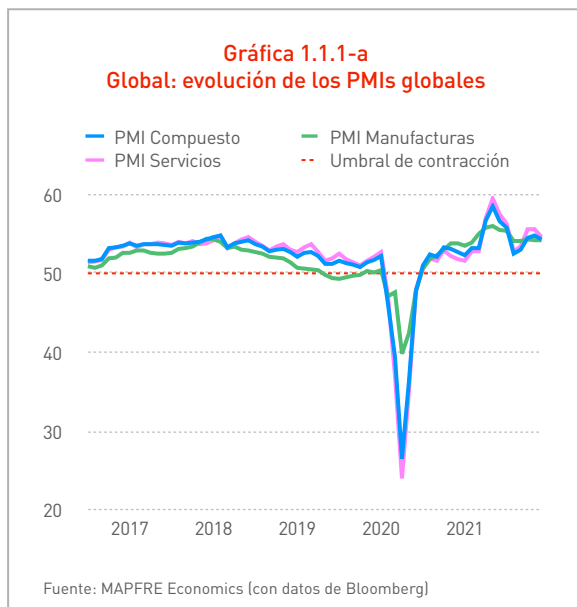
1.1.1 Un entorno atípico

La recuperación a lo largo de 2021 mostró una etapa de sólida aceleración en la primera mitad del año, acompañada por la tracción positiva de finales de 2020, la liberación del ahorro acumulado, el mantenimiento de las políticas gubernamentales de apoyo fiscal y condiciones monetarias ultralaxas por parte de los bancos centrales (especialmente en los mercados desarrollados) y una sucesión de restricciones económicamente menos lesivas. No obstante, la segunda mitad del año se ha venido caracterizando por unas tasas de crecimiento menos intensas, como consecuencia de presiones en los precios originadas por: (i) problemas en las cadenas de suministros y deficiencias logísticas, principalmente en el transporte marítimo y puertos; (ii) aumento de los precios de materias primas y los costes de la energía; (iii) demanda congestionada en bienes de consumo en detrimento de los servicios agravando los cuellos de botella, y (iv)

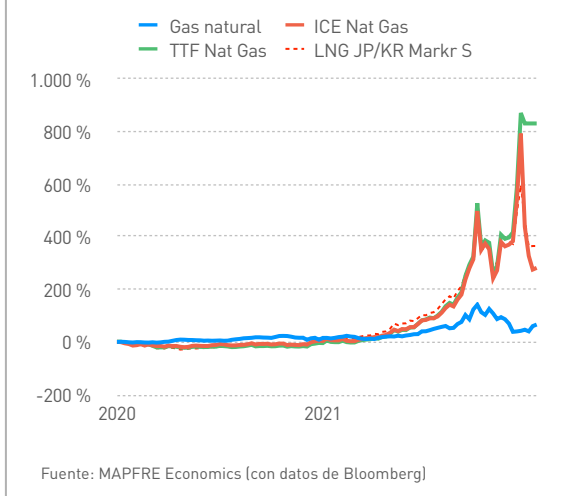
una renovada incertidumbre y retorno a las medidas de distanciamiento social ante la amenaza de la nueva variante del Covid-19 ("Ómicron").

En el caso de los cuellos de botella, la crisis en las cadenas de suministro y en el transporte marítimo podrían arrastrarse hasta la segunda mitad de 2022. A su vez, las dificultades en el suministro de semiconductores, cuyo eslabón está generando retrasos en la fabricación de automóviles, electrodomésticos y aparatos electrónicos con amplia interconexión a otros sectores, podrían postergar esta vuelta a la normalidad hasta 2023 (véanse las Gráficas 1.1.1-a y 1.1.1-b).

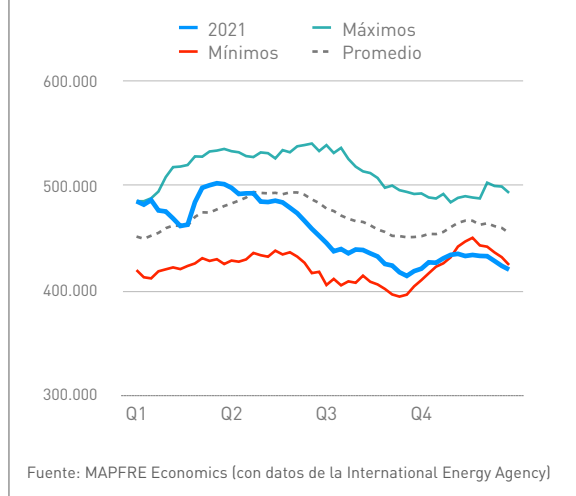
Por otro lado, el aumento en el precio de las materias primas y la energía (que es una de las circunstancias que alimentan la inflación global) se debe, por una parte, al súbito incremento de la demanda por la reactivación económica, pero también a factores muy concretos que podrían gozar de cierta oxigenación en la segunda mitad de 2022. Entre los más relevantes se encuentran los siguientes:



Gráfica 1.1.1-c
Global: futuros de gas



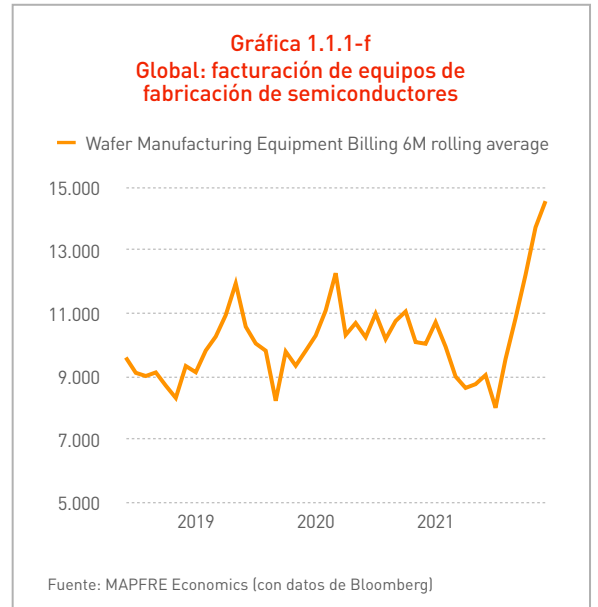
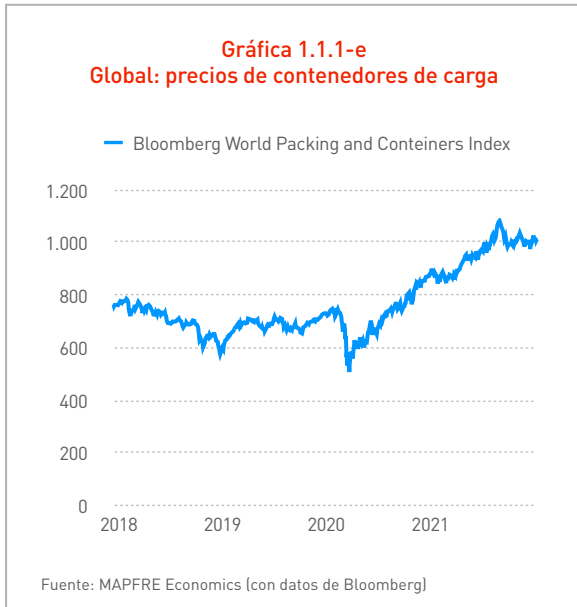
Gráfica 1.1.1-d
Global: inventarios de crudo vs históricos



- a) En el caso del gas, el incremento del precio se ha debido al aumento repentino de la demanda, los bajos niveles de *stocks* y por dinámicas geoestratégicas entre Rusia, los Estados Unidos y la Unión Europea, con Ucrania como epicentro del conflicto y las paralizaciones de Nord Stream 2, entre Argelia y Marruecos, así como la posibilidad de ampliar la problemática a otros países de Asia (Kazajistán) ante el desvío de transportes en una pujanza por primas más elevadas (véase la Gráfica 1.1.1-c).
- b) La subida del petróleo, entre otros motivos, se ha originado por la resistencia de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en aumentar la producción, a la declinante inversión en prospección y exploración (dadas las presiones por ir reduciendo el uso de combustibles fósiles) y el mayor enfoque en la electricidad (véase la Gráfica 1.1.1-d).
- c) Los elevados los precios de la electricidad, disparados en muchas partes del mundo según su fuente de generación, en general se deben a los bajos niveles de producción en algunas energías limpias (eólica e hídrica), y a las subidas de precio de los derechos de emisión de CO₂, el gas y el carbón. En casos como el de la Unión Europea, ha influido una apresurada transición energética enfocada a canalizar inversión hacia las fases productivas de mayor plazo para cumplir con las metas *Net Zero*, en detrimento de satisfacer las etapas más

próximas al consumo, lo cual agudiza la problemática actual. Tal presión energética, ha llevado a algunos países a reconsiderar sus estrategias más inmediatas, bien replanteando su *mix* energético hacia una composición más equilibrada y que los lleve a reducir los riesgos a las variaciones climáticas, o bien reduciendo la dependencia de energía de terceros países, donde los intereses geoestratégicos puedan interferir con el suministro energético (Rusia, Argelia, China). En este sentido destaca Francia, que ya ha anunciado la construcción de nuevas centrales nucleares, con el objetivo de ser energéticamente autosuficiente y reducir el flujo de dinero para el exterior, y China, que ha anunciado, en el contexto de sus objetivos climáticos, la inversión de 440 millardos de dólares para construir 150 centrales nucleares en los próximos 15 años, más que el resto del mundo en los últimos 35 años.

Al mismo tiempo, la solidez de la demanda canalizada hacia bienes de consumo en detrimento de los servicios continúa agravando los cuellos de botella (véanse las Gráficas 1.1.1-e, 1.1.1-f y 1.1.1-g). Este fenómeno se ha debido, por un lado, a la liberación del ahorro acumulado y al impulso de las políticas económicas en primera instancia y, más recientemente, por la anticipación de decisiones de consumo ante las expectativas de precios más altos en el futuro, la conciencia de los problemas de oferta actuales y ciertos temores en torno a la percepción de escasez. Si

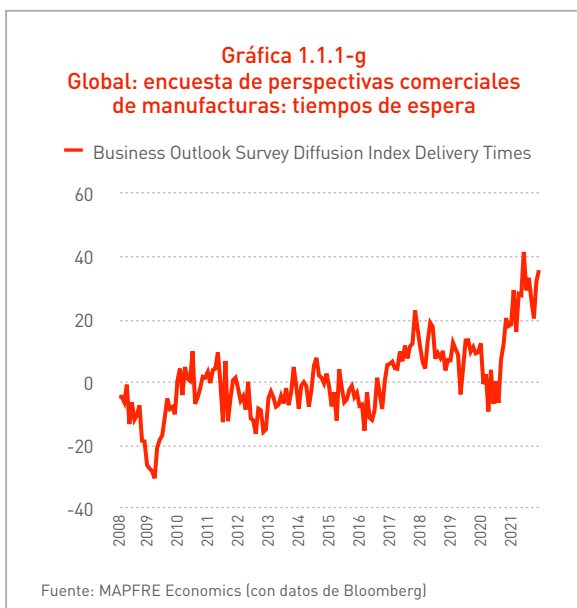


bien estos factores agudizan los problemas de oferta a corto plazo, es esperable que el papel del consumo pierda impulso a lo largo de 2022. Asimismo, el consumo podría tamizarse en anticipación a una mayor presión fiscal futura como consecuencia de la reversión de las amplias medidas de apoyo tomadas durante el período de la pandemia.

A consecuencia de los factores anteriores, la inflación lleva meses encadenando alzas en muchas zonas del mundo, lo que ha llevado a los bancos centrales de los países emergentes a subir tipos de interés. Así, el Banco Central de Rusia encadena siete subidas por un total de 425 puntos básicos (pbs), el Banco de Brasil

725 pb y el de México 150 pb, siendo solo el banco de Turquía la anomalía en este proceso. Por su parte, en los países desarrollados, si bien se observan ya las primeras alzas de tipos de interés en Australia, Canadá y Reino Unido, por el momento se mantienen estables en aras de seguir apoyando la recuperación, dejando que las pautas de la normalización comiencen por el lado del balance.

En Estados Unidos, la Reserva Federal ya empezó el *tapering* (la reducción de compra de activos), que se espera culmine en el primer trimestre de 2022, y daría paso a una fase de reducción de activos en consonancia con subidas de tipos de interés cuyas expectativas anticipan entre 3 y 4 alzas a lo largo de 2022. El Banco Central Europeo (BCE), por su parte, mantendrá los tipos de interés en 2022, pero reducirá el ritmo de compras del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), compensado en parte por un aumento del programa de compras de activos convencional (APP), mientras que explícitamente se ha sumado a la corriente de aumentar la tolerancia a la inflación por encima del 2%. En su comunicación, el BCE sigue defendiendo que la inflación será transitoria, mientras que en la Reserva Federal la fe en esa transitoriedad empieza a decaer (véase el Recuadro 1.1.1).



Es cierto que los precios de la energía y otras materias primas volverán a caer una vez que se resuelvan los problemas de suministro y se normalice la demanda y, por lo tanto, la inflación general debiera tender a caer, pero

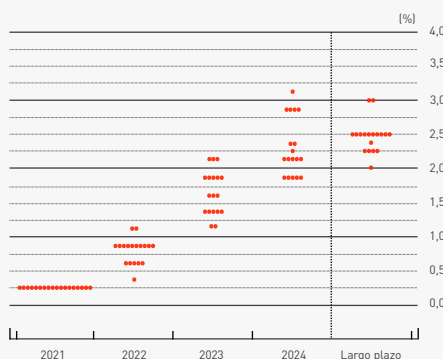
Recuadro 1.1.1 Actualización de política monetaria

Reserva Federal

La Reserva Federal de los Estados Unidos, en su reunión de diciembre, introdujo nuevos cambios su política monetaria en lo que respecta al balance, reduciendo las compras de activos en 30.000 millones de dólares mensuales (10.000 de *Mortgage Backed Securities* y 20.000 millones de dólares de *Treasuries*, respectivamente). En cuanto a los tipos de interés de referencia, estos se mantuvieron sin cambios en el rango ubicado entre el 0% - 0,25%. Sin embargo, las proyecciones de los mismos, mediante el *dot plot* del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), avanzaron hacia una mediana de mayor pendiente a favor de 3 subidas de tipos en 2022, con consenso amplio entre los miembros, y 3 subidas adicionales en 2023 (véase la Gráfica A).

En el plano macroeconómico, las estimaciones de crecimiento del PIB para los Estados Unidos se mantuvieron relativamente estables, con ligeros cambios al alza en 2022 (4,0% frente a 3,8% en septiembre) y a la baja en 2023 (2,2% frente a 2,5% anterior), anticipando una mayor recuperación de la tasa de desempleo hasta ubicarla en torno al 3,5% en 2022-2023. Por el lado de la inflación, las revisiones fueron al alza,

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

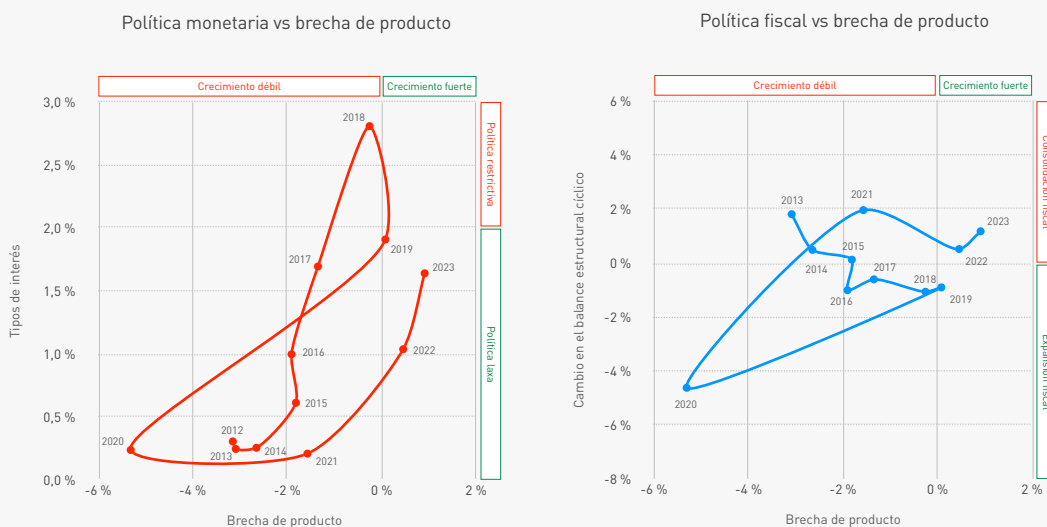


Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la Reserva Federal)

evidenciando unas presiones más persistentes que se ubicarían el PCE en el 2,6% en 2022 y 2,1% en 2023.

En cuanto a la narrativa de la Reserva Federal, el giro en las previsiones descansa, por un lado, en un mercado laboral sólido, una economía en firme expansión y una inflación concomitante.

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



Fuente: MAPFRE Economics

* Variables expresadas en diferencias

Recuadro 1.1.1 (continuación)
Actualización de política monetaria

Por el contrario, resurge la incertidumbre condicionada al factor epidemiológico tras la aparición de la nueva variante del Covid-19 que, si bien tiene el potencial de reimpulsar las restricciones y dañar el buen hacer económico, los avances en la vacunación, nuevos tratamientos y la experiencia acumulada podrían desembocar en medidas más selectivas y menos lesivas para la economía.

Como se ilustra en la Gráfica B, las medidas de balance como de liquidez adoptadas por la Reserva Federal situaron el sesgo monetario de Estados Unidos en la zona de laxitud durante 2020. Lo anterior, acomodó el crecimiento de la deuda pública (producto del endeudamiento necesario para hacer frente a la pandemia) mediante la política fiscal, dado el menor coste de financiación.

Valoración

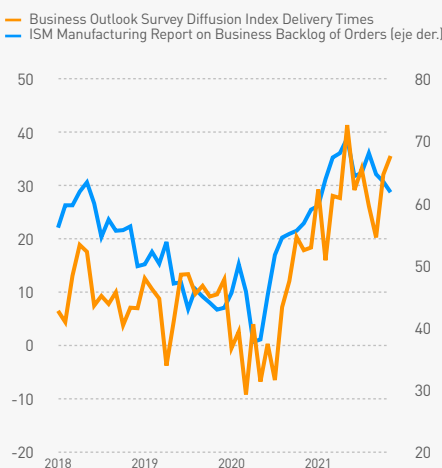
Con la recuperación del empleo, permitiendo cumplir con una de las prioridades del FOMC, y la brecha del producto próxima a cerrarse, la retórica dominante actual comienza a rotar hacia el mandato de estabilidad de precios, a medida que las tasas de inflación se constatan como menos transitorias, más persistentes y con recorrido todavía al alza. Estas presiones en los precios continúan dominadas por el aumento de

los costes de la energía, una demanda congestionada en bienes de consumo en detrimento de los servicios y cuellos de botella cuya capacidad de oxigenación continúa siendo intermitente e incierta (véase la Gráfica C).

A pesar de una cierta pérdida de impulso económico en la segunda mitad del año, la necesidad de frenar una demanda más sólida de lo esperado, con una composición desequilibrada hacia bienes de consumo y no satisfecha por rigideces en la oferta, los fundamentos para continuar con la acomodación monetaria se desvanecen y parecen dar paso a una senda de normalización progresiva (véase la Gráfica D). En este sentido, el ajuste debería avanzar de forma ordenada, gradual y flexible, para ajustar las expectativas de los agentes, bajo un ejercicio de comunicación (*forward guidance*) proactivo y recuperar margen de maniobra tanto en términos de herramientas monetarias como en términos de credibilidad institucional.

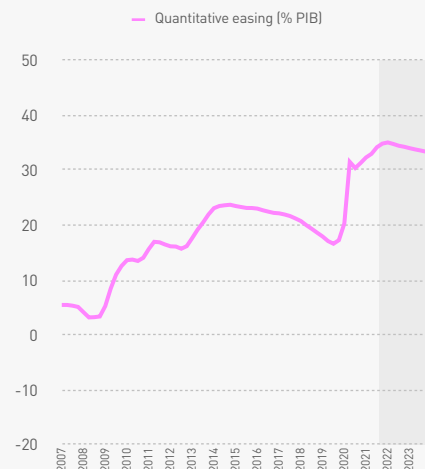
A corto plazo, se espera que este ajuste pueda provocar mayor volatilidad, a medida que el volumen de compras de activos se reduce y las pautas de normalización transitan hacia modificaciones en los tipos de interés. En este lapso, es esperable que a medida que ciertos cuellos de botella comiencen a disiparse y la tendencia en el consumo se desvanezca, el desajuste entre

Gráfica C.
Cadenas de suministro, pedidos pendientes y tiempos de espera



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del ISM, Bloomberg)

Gráfica D.
Estados Unidos: expansión cuantitativa



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de OEF)

Recuadro 1.1.1 (continuación) Actualización de política monetaria

oferta y demanda tome una estructura más consistente.

A mayor plazo, si bien se espera que las condiciones económicas sigan siendo favorables y la Reserva Federal pueda continuar con su objetivo de culminar el ciclo de subidas hasta alcanzar el tipo de interés neutral, persisten los riesgos de que una menor tolerancia a una inflación más alta lleve a acelerar el proceso o a daños estructurales que evidencien un nuevo tipo de equilibrio, dados los niveles de apalancamiento actuales, el apetito por el riesgo y la sensibilidad a un entorno de menor liquidez, lo que podría desencadenar una corrección que interrumpa el proceso.

Banco Central Europeo

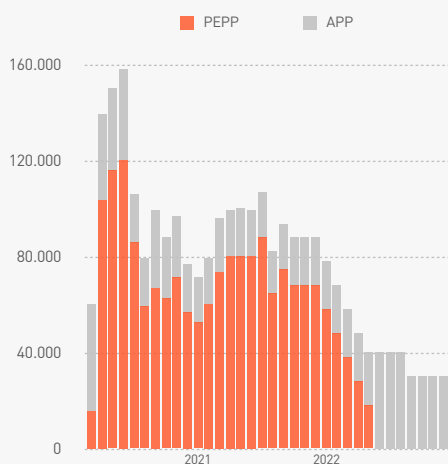
En su reunión del pasado 16 de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que los tipos de interés se mantendrán constantes (0% en facilidad de préstamo y -0,5% en facilidad de depósito). Por el lado del balance, el BCE ha informado que reducirá el ritmo del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), el cual podría moderarse hasta los 10.000 millones de euros semanales hasta marzo de 2022, amortiguando el efecto mediante el refuerzo en el programa de compras de activos convencional (APP) que aumentaría hasta los

40.000 millones de euros mensuales durante el segundo trimestre y se reduciría a 30.000 a partir del tercer trimestre de 2022. De esta forma, el BCE no discontinuará la adquisición neta de activos, al tiempo que ampliará la reinversión de los títulos con vencimiento adquiridos bajo el PEPP al menos hasta finales de 2024 (véase la Gráfica E).

Asimismo, el BCE presentó nuevas previsiones macroeconómicas, las cuales muestran una revisión moderada en términos del PIB, situándolas en el 4,2% para 2022 y el 2,9% el 2023 (frente al 4,9% y 2,1% anterior), y al alza en la inflación esperada, la cual se ubicaría en el 3,2% en 2022 y 1,8% en 2023 (frente a las previsiones anteriores del 1,7% y 1,5%, respectivamente).

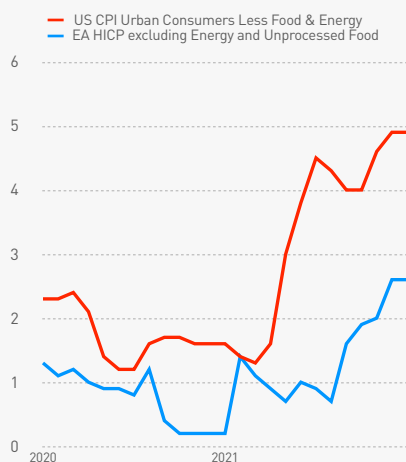
Bajo esta decisión, y en línea con los últimos datos de PMI's, con el sector servicios adoleciendo las consecuencias de la recirculación del virus y el sector manufacturero ligeramente más débil, la decisión de política monetaria se torna más comedida y flexible. Si bien acompasa la línea de fondo de la Reserva Federal de formular una menor acomodación en el futuro, la postura adoptada por el BCE procura que la dinámica de endurecimiento se extienda de forma más prolongada en el tiempo. En el ámbito de la inflación, las bases del incremento en los precios

Gráfica E.
Eurozona: compras mensuales
de PEPP y APP
(millones de euros)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE)

Gráfica F.
Eurozona y Estados Unidos:
indicadores de inflación subyacente



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Recuadro 1.1.1 (continuación) Actualización de política monetaria

siguen considerándose transitorias, aunque de carácter más duradero del anticipado. Esta persistencia se debe principalmente a factores exógenos, como el *shock* energético y los problemas de suministros globales, siendo los factores endógenos de carácter mucho más limitado (véase la Gráfica F).

De esta forma, tanto las medidas de balance como de liquidez situaron el sesgo monetario de la Eurozona en la región de extremada laxitud durante 2020, la cual permitió acomodar el enorme crecimiento de la deuda pública, producto del endeudamiento necesario de los países para hacer frente a la pandemia, mediante la política fiscal dado el menor coste de financiación (véase la Gráfica G).

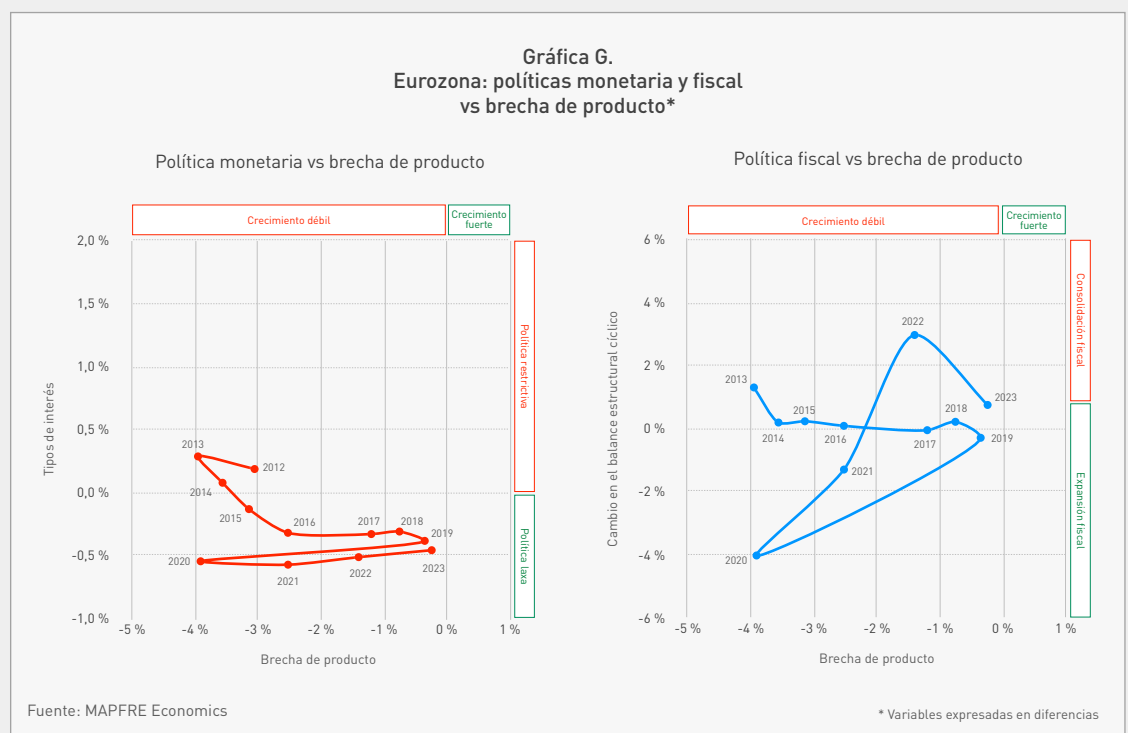
Valoración

Con los mensajes de su última reunión, el BCE modera la narrativa en torno a la recuperación económica y, con ello, las perspectivas de cambio de rumbo de las políticas actuales argumentando: (i) la renovada incertidumbre respecto a la pandemia y sus consecuencias económicas, (ii) los problemas por el lado de oferta sometidos a perturbaciones persistentes, y (iii) el efecto de los elevados costes de la energía. Si bien la de-

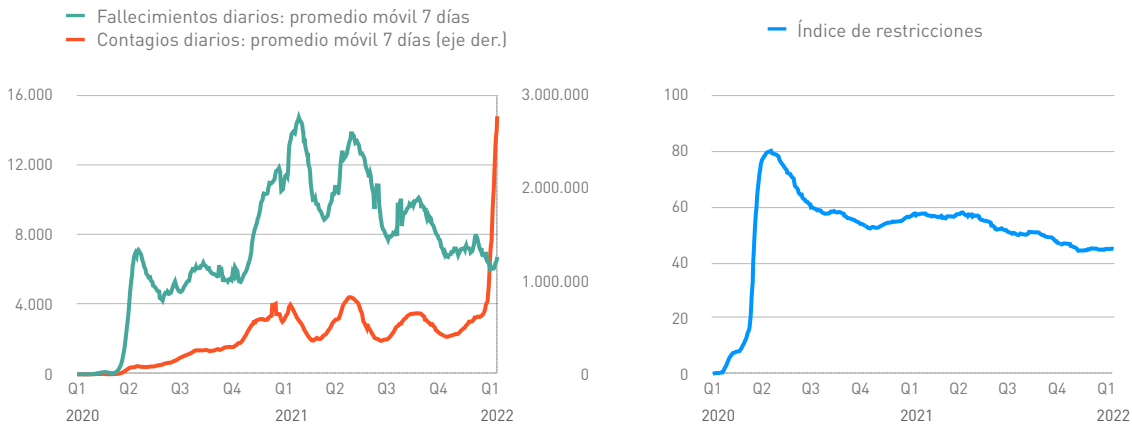
manda interna se ha visto mermada por estos factores, y los fantasmas de los errores de política monetaria del pasado suponen un lastre, el retraso en la materialización de las políticas fiscales acompañada de una excesiva acomodación monetaria podrían alimentar el riesgo de un aumento de las perspectivas de inflación, efectos de segunda ronda y generar una posición de rezago con respecto a sus homólogos desarrollados.

En el corto plazo, se espera que la orientación de la política monetaria continúe siendo acomodaticia, garantizando la recuperación económica completa y propiciando tasas de inflación elevadas impulsadas por factores limitados bajo el riesgo de que los canales que alimentan la inflación se amplíen. Por otro lado, y a mayor plazo, a medida que el ciclo de endurecimiento monetario mundial se torne más sincronizado y consistente, la necesidad de cerrar la brecha abierta en los diferenciales de tipos de interés podría desembocar en un cambio de sesgo en la política monetaria de la zona euro más agresivo, no anticipado por los agentes y bajo asimetrías fiscales que podrían desencadenar un posible evento de dominancia fiscal.

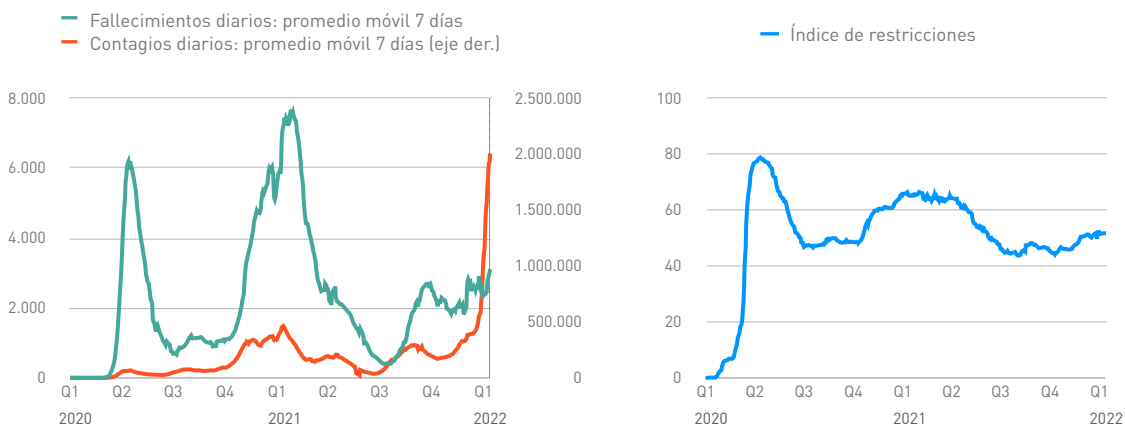
Gráfica G.
Eurozona: políticas monetaria y fiscal
vs brecha de producto*



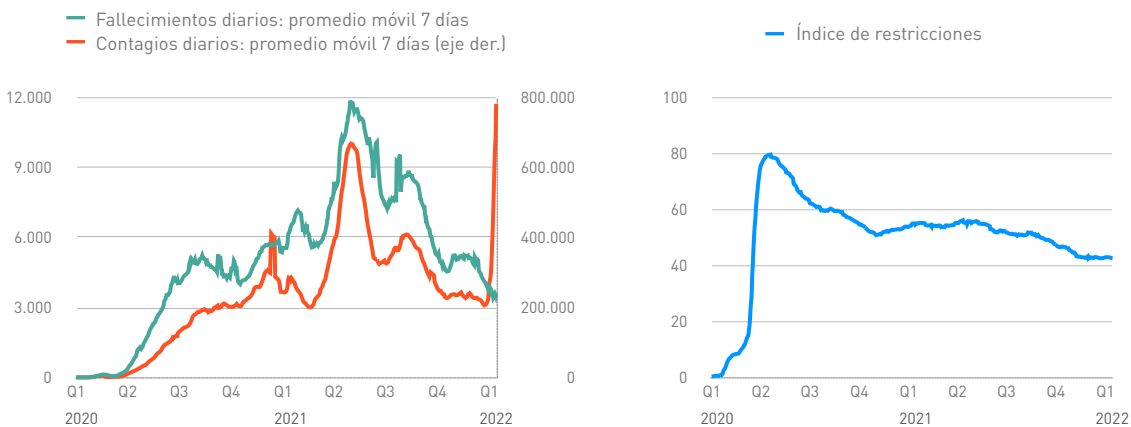
Gráfica 1.1.2-a
Global: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Gráfica 1.1.2-b
Países desarrollados: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Gráfica 1.1.2-c
Países emergentes: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

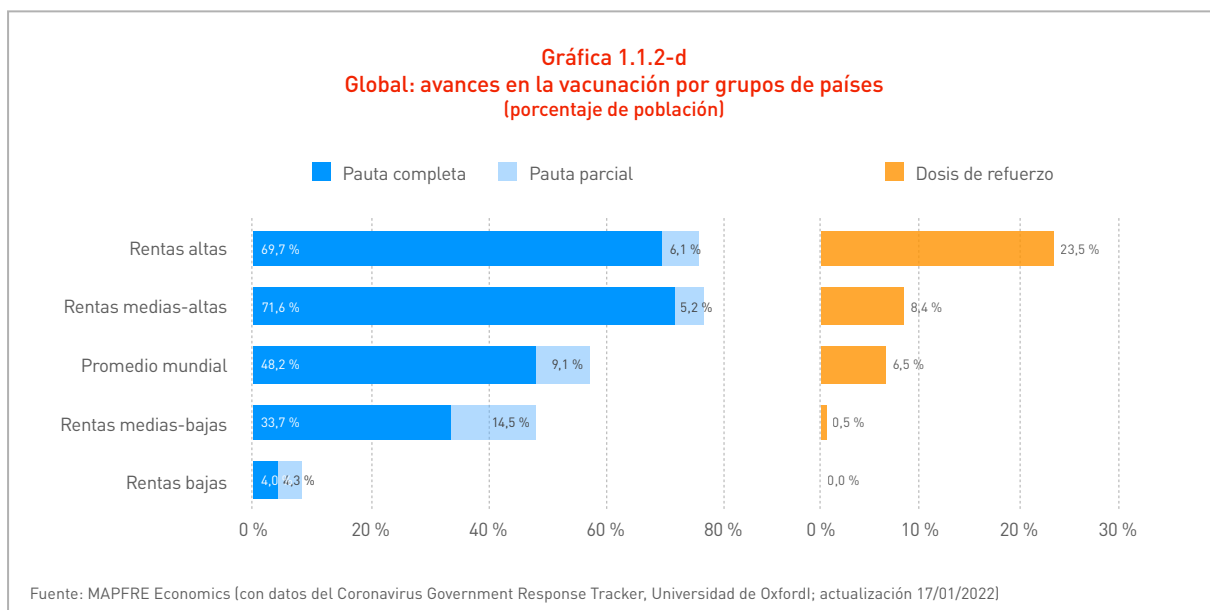
también es cierto que los repuntes de estos meses ya se están trasladando a otros productos y servicios, así como a las demandas salariales y, en consecuencia, comienza a afectar a la inflación subyacente. En esta fase, es difícil anticipar en qué medida habrá efectos de segunda ronda por la indexación de salarios y pensiones. No obstante, se estima que el impacto será diferente por países según este tipo de cláusulas de indexación incorporadas en los contratos laborales.

Por lo tanto, se espera que las palancas fiscal y monetaria en las economías desarrolladas vean disminuir progresivamente su fuerza en el apoyo a la recuperación de la actividad, en línea con unas presiones de inflación más altas y duraderas, si bien manteniendo la perspectiva gradual dadas las vulnerabilidades acumuladas. En el caso de los mercados emergentes, estas palancas prácticamente han desaparecido; las monetarias por la necesidad de elevar los tipos de interés para enfrentar la inflación, y las fiscales ante el aumento de los niveles de endeudamiento público y el agotamiento del espacio fiscal. Además, las economías emergentes deberán enfrentar durante 2022 el proceso de normalización monetaria de las economías desarrolladas (especialmente en los Estados Unidos), lo que creará condiciones financieras más complejas y requerirá que la política monetaria doméstica acompañe dicho proceso, creando nuevos retos para reactivar la actividad económica en esos países.

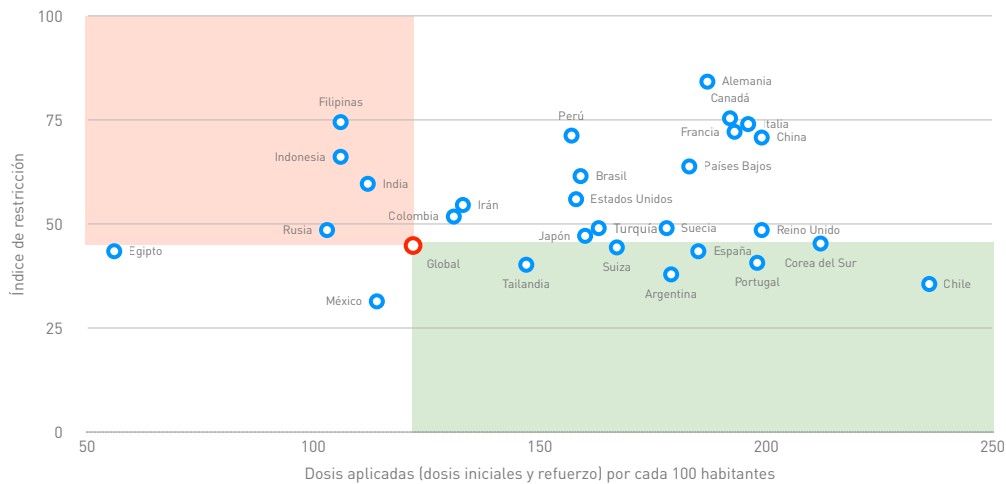
1.1.2 La evolución de la pandemia

En cuanto al impacto que podría tener la nueva variante del Covid-19, "Ómicron", con aproximadamente 30 mutaciones en la proteína de pico sobre la cepa Alfa, hace que sus efectos, capacidad de propagación y eficacia de las vacunas actuales sean difíciles de predecir siendo determinantes para cuantificar sus consecuencias en términos económicos. Como se observa en las Gráficas 1.1.2-a, 1.1.2-b y 1.1.2-c, la nueva variante del virus ha generado un acelerado aumento de los contagios tanto en los países desarrollados (donde primero se presentó el fenómeno) como en los emergentes¹. No obstante, los datos indican hasta ahora que comienza a darse un desacoplamiento entre el crecimiento de los contagios y las defunciones, las cuales, a pesar de mostrar un discreto repunte, se han comportado hasta ahora de manera más benigna que en olas anteriores. Como resultado del crecimiento en el número de contagios, algunos países han reinstalado medidas de distanciamiento social, más claramente los países desarrollados donde la nueva ola se presentó inicialmente, lo cual se pone en evidencia al analizar la evolución del índice de restricción que se presenta en las referidas gráficas.

Una explicación que se ha dado hasta ahora para el menor grado de letalidad del virus en esta nueva ola tiene que ver con el avance en el proceso de vacunación, el cual es del 57,3% de la población (con al menos una dosis) a nivel global, con un claro predominio de los países



Gráfica 1.1.2-e
Países seleccionados: índice de restricción vs aplicación de vacunas



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

de rentas altas y medias-altas (con avances del 75,8% y 76,2%, respectivamente), respecto a los países de rentas medias-bajas y bajas (con un avance del 42,8% y 8,3%, en cada caso). Estas cifras ponen de manifiesto la desigualdad en el proceso de vacunación a nivel global, el cual se confirma al analizar el avance relativo en la aplicación de las dosis de refuerzo a la pauta inicial, las cuales muestran un comportamiento similar (véase la Gráfica 1.1.2-d). Los datos resultan relevantes ya que, por las características de este fenómeno epidemiológico, la solución global de la pandemia requerirá reducir significativamente esta asimetría. Finalmente, la Gráfica 1.1.2-e muestra la situación de un conjunto de países seleccionados con relación a los grados de avance en la vacunación y su vinculación con la imposición de restricciones a la actividad derivadas de la evolución de los contagios. En términos generales, de esta información se desprende que la mayoría de los países, a pesar de contar con avances significativos en los procesos de vacunación, han reinstalado parte las restricciones al contacto social y a la actividad, como una medida necesaria para evitar la saturación de sus sistemas sanitarios.

1.1.3 Escenarios y previsiones

A pesar de un balance de riesgos al alza en inflación y a la baja en actividad, la recuperación continuará en el próximo año, si bien

a un ritmo menor y con divergencias entre las economías desarrolladas y emergentes, y con diferencias dentro de estos grupos, atendiendo tanto a vulnerabilidades inherentes, como a factores de carácter estructural tales como la dependencia energética, la interconexión con las cadenas de suministro global o la trascendencia económica del sector servicios. Por el lado positivo, el crecimiento económico podría sorprender al alza si los costes energéticos bajaran rápidamente, la inflación remitiera, los problemas de la cadena de suministro se pudieran solucionar rápidamente y el consumidor trasladara su gasto hacia áreas del sector servicios aún deprimidas.

Considerando este contexto general, y en la línea con informes anteriores², se presenta un corredor de previsiones a partir de dos escenarios, uno *base* y otro *estresado* (alternativo). En el primero (*escenario base*), el impacto económico es limitado, a pesar de que las restricciones se retoman y la normalización se dilata, la experiencia acumulada desemboca en medidas selectivas y menos lesivas a nivel económico, en línea con los menores impactos observados en la sucesión de variantes del virus, al tiempo que las hospitalizaciones no resultan en un incremento neto respecto a las oleadas anteriores y la efectividad de las vacunas actuales se mantiene o son prontamente adaptadas. En el segundo escenario (*escenario*

estresado), el impacto sobre los niveles de actividad económica es mayor, ya que si bien no se alcanza el nivel de restricciones del inicio de la pandemia, resulta ser un escenario sustancialmente peor, ya sea por ineficacia de las vacunas, saturación de los sistemas de salud (por severidad o por transmisibilidad), y porque los contagios obligan a reimponer medidas más severas y prolongadas que tienen impacto sobre la actividad.

De esta forma, nuestra visión central (*escenario base*) contempla que, luego del crecimiento de 2021 estimado en 5,8%, el mundo crecerá en torno al 4,8% en 2022 y al 3,6% en 2023, con crecimientos de los mercados emergentes ligeramente por debajo y ligeramente por encima en el caso de los mercados desarrollados (véase la Tabla A-1 en el apéndice de este informe). Este escenario les confiere a estos últimos el protagonismo del cierre de la brecha de producto durante los próximos años, ya que aportarán dos terceras partes del cierre de esta, algo relevante para pensar en la política monetaria que llegará a partir del 2022.

Por otra parte, la visión estresada de nuestro escenario central (*escenario estresado*) supone un retorno a la normalidad más tardía, con *shocks* epidemiológicos que se mantienen hasta bien entrado 2023, aunque de forma progresiva impliquen medidas económicas menos lesivas. De forma relevante, en este escenario el impacto de las cadenas de suministro se torna más adverso, con disrupciones que se propagan a un abanico mayor de bienes y servicios, impulsando la inflación al alza hasta finales de 2022. Así, la previsión en este escenario sería que la economía mundial crezca solo 4,0% en 2022 y 2,6% en el 2023 (véase la referida Tabla A-1 en el apéndice de este informe).

Esta visión central de la economía global concibe, además, que el petróleo mantenga la senda actual de elevados precios (80-85 USD/b) en la primera mitad del año, para luego retomar una senda hacia su precio de equilibrio (60-65 USD/b) a partir de 2024, derivada de factores de oferta y demanda global normalizados.

La aversión al riesgo global (VIX) permanecería en la senda de normalización (pese a repuntes temporales a corto plazo), convergiendo hacia

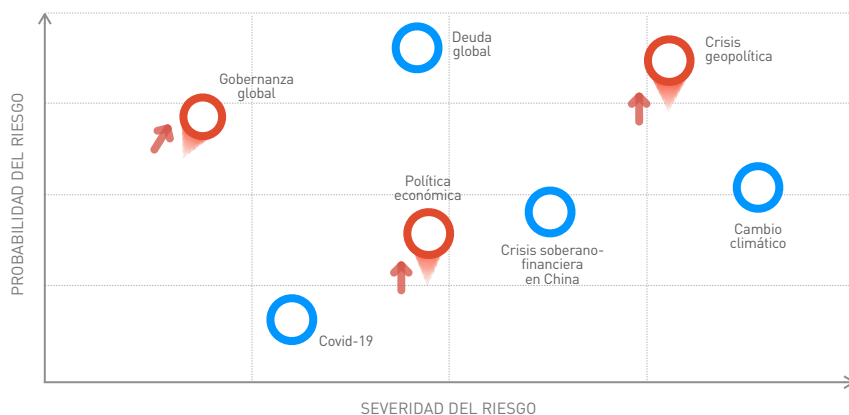
los valores promedio del último lustro en 2022 (20 pbs). Así, la de la aversión global al riesgo se reduce ligeramente en 2022-2023, impulsada por factores tales como: (i) el drenaje de liquidez global que se revierte afectando a los flujos de cartera de países emergentes con vulnerabilidades tácitas; (ii) los fundamentales crediticios retoman la trascendencia de las primas por plazo, y (iii) la inflación muestra signos más persistentes propiciando respuestas monetarias más agresivas. Así, en la versión estresada de esta visión central, la aversión al riesgo se reduce, aunque con más lentitud y con eventos de mayor frecuencia. Bajo este supuesto, podría esperarse una gradual mejora de la prima por plazo, con aumentos moderados en todos los tramos de la estructura temporal de tipos en las economías desarrolladas. En los mercados emergentes, sin embargo, dicho proceso podría llevar a un aplanamiento de la curva de tipos libre de riesgo³, aunque con perspectivas de mejoras en ciertas economías.

En ambas bandas de la visión global, la política monetaria de las economías desarrolladas manifiesta los primeros signos de endurecimiento durante 2022 y 2023, manteniendo el ritmo gradual de normalización para sostener las necesidades financieras de los gobiernos y evitando el sesgo de endurecimiento prematuro para domesticar la inflación (véase el antes referido Recuadro 1.1.1). Por otra parte, dado el esfuerzo fiscal implícitamente monetizado y unas expectativas de inflación tensionadas, la política fiscal seguiría los pasos de la política monetaria, dotando de medidas más intermitentes y de menor impacto (los programas como el “Build Back Better” de Estados Unidos o la NGEU de la Unión Europea se aplican de acuerdo con una estructura temporal más flexible con tramos más selectivos). Bajo este escenario, el dólar estadounidense se mantiene estable en el entorno de 1,15 USD/EUR a lo largo de 2022, si bien la paridad frente a monedas emergentes mantiene riesgos al alza.

1.1.4. Balance de riesgos

La Gráfica 1.1.4 ilustra la actualización del mapa de riesgos para la economía global. El detalle de este análisis se presenta a continuación.

Gráfica 1.1.4
Balance de riesgos de corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales*



Fuente: MAPFRE Economics

*La flecha indica el sesgo observado del riesgo

Gobernanza global

Por parte de Estados Unidos, la reconstrucción en materia de política exterior podría continuar deteriorándose. A la desordenada salida de Afganistán y a la congelada relación con China en materia geopolítica y tecnológica, se suma el reciente desafío diplomático abierto en Rusia, en un momento en el que las relaciones entre las diferentes partes del conflicto (Rusia, Ucrania y los países miembros de la OTAN), continúan militarizando el conflicto, al tiempo que se diluyen las garantías de estabilidad por la vía diplomática. En materia interna, a la par que otros factores internacionales como los problemas de suministros y los elevados precios de la energía continúan arrastrando los precios los alza, los índices de aprobación muestran una pérdida de popularidad demócrata que podría desencadenar con una politización de la inflación a medida que el descontento económico aumenta.

En la Unión Europea, el riesgo de gobernanza se concentra en la Europa emergente, motivado por el enfrentamiento entre una diplomacia populista y la crisis por los flujos migratorios creciente, y en menor medida en Reino Unido, donde el proceso de desacoplamiento continúa lastrando las relaciones comerciales de ambas economías como muestran los últimos datos de exportación de servicios financieros. En el bloque central, y pesar de los desafíos sobre la materialización del NGEU, la crisis energética y el preocupante estado actual de la pandemia, el

panorama de gobernanza permanece alineado y con perspectivas positivas.

En lo que respecta a los países emergentes, Latinoamérica continúa copando el mayor riesgo de fragilidad institucional propiciado por el impacto económico y social de la pandemia. Los eventos y movilizaciones fruto del descontento generalizado que venía marcando 2021 podrían recrudecerse a corto y medio plazo a medida que: (i) las expectativas de crecimiento se reducen frenando la entrada de flujos de inversión de cartera, (ii) la política económica se vuelve más restrictiva ante la aceleración de la inflación, y (iii) el desarrollo de la pandemia y proceso de vacunación se mantienen erráticos. A este panorama, además, hay que unir un año electoral fluido en la región, con Brasil como protagonista.

Deuda global

A medida que la economía mundial se recupera y las tasas de inflación aumentan, los niveles de deuda récord comienzan a reflejar una mejoría en términos globales, aunque con divergencias crecientes entre regiones. En las economías desarrolladas, la política monetaria ha seguido propiciando un escenario acomodaticio, al tiempo que la recuperación económica se consolidaba y la aritmética fiscal reparaba los saldos fiscales deficitarios. De la mano de unos tipos de interés reales profundamente negativos, fruto de las compras masivas de activos y tipos de interés nominales persistente-

mente bajos, los pilares de la recuperación se asientan sobre la fragilidad de unos *stocks* de deuda muy superiores, bajo un entorno de una posición fiscal aún degradada. Al mismo tiempo, las presiones por el lado de inflación podrían provocar una carrera a la inversa hacia la normalización monetaria, bajo el riesgo de una espiral de salarios-precios que erosione la dinámica actual de crecimiento y a pesar de la amenaza de nuevos *shocks* provenientes de la pandemia. En las economías emergentes el riesgo es más evidente, dado un proceso de endurecimiento monetario más avanzado, las mayores presiones inflacionarias y el grado de dependencia externa. Actualmente, países como Brasil, Argentina o Turquía ponen en evidencia estas vulnerabilidades a través de la debilidad de sus divisas.

Así, tras alcanzar un nuevo máximo histórico global el primer semestre de 2021 (al nivel más alto desde la II Guerra Mundial), el tercer trimestre de 2021 la deuda global muestra una ligera disminución en relación al PIB, al registrarse un 350% (296 billones de dólares); una actividad económica expansiva, de la mano de unas tasas de inflación más elevadas, han ayudado a disminuir el ratio total de endeudamiento.

En los mercados desarrollados, la deuda se redujo en 1,4 billones de dólares el último trimestre, con las caídas más pronunciadas en Japón, y en la zona del euro liderando el desapalancamiento las empresas financieras y no financieras, seguidas del sector público. En contraposición, los mercados emergentes vieron aumentar en 1,1 billones de dólares el monto total de su deuda, con incrementos en todos los sectores de la mano de fuentes de vulnerabilidad más acusadas y un control de la pandemia más errático que presiona al alza las necesidades de financiación.

Política económica

A medida que las perspectivas de una inflación de carácter limitado y transitorio abandona las bases del escenario central para dar paso a unas presiones más persistentes y estructuralmente más altas, la reacción monetaria se acelera. De esta forma, el endurecimiento de la política monetaria (acompañada de un servicio de la deuda sensible a este nuevo horizonte de menores compras de activos y tasas más altas)

exacerba los temores de insostenibilidad y del retorno hacia medidas de austeridad que obstaculicen el desempeño económico.

En este momento, se observa como poco probable un cambio agresivo en la planificación monetaria, y el compromiso seguiría la pauta de una normalización gradual, correctamente señalizada y comprometida con no perjudicar la recuperación económica ni provocar una situación de dominancia fiscal. No obstante, los riesgos de una inflación más lesiva para el crecimiento, la necesidad de ganar margen de maniobra para futuros ajustes (fomentado por umbrales cada vez más bajos para la intervención) y la retroalimentación del proceso vía salarios podrían intensificar la escalada de precios. Con ello, una reacción monetaria más restrictiva en la que la desaparición de tipos de interés reales negativos pueda llegar a erosionar la carga de la deuda, aumentaría los riesgos de provocar una recesión y, con ello, anticiparse una reacción tipo *taper tantrum*, que produzca una corrección más severa y asimétrica por niveles de riesgo.

Crisis geopolítica

El marco geopolítico global presenta una serie de renovados riesgos en un momento de complejidad e incertidumbre de amplio espectro que empujan a aumentar el panorama de riesgos actual. En materia energética, la escasez global continúa exacerbándose en un contexto de errática anticipación de inventarios, demanda elevada, producción restringida y la actual problemática de transición energética. Como consecuencia, aumentan las fricciones geopolíticas entre países productores (Estados Unidos, Arabia Saudita, Argelia y Rusia) y aquellos con déficits, destacando la Unión Europea (con déficit estructural y una presión adicional bajo los derechos de emisión y una orientación futura basada en energías verdes), y los países asiáticos como China o la India (con presencia en todas las fases de la cadena de suministro, fuerte dependencia al carbón y amplio respaldo gubernamental para enfrentar los elevados costes).

Adicionalmente, el establecimiento de líneas rojas desde Rusia en lo que respecta a la capacidad de Ucrania para albergar armamento de la OTAN, enfrenta el riesgo de menor resolución diplomática y renovadas

sanciones (como la paralización de Nord Stream 2, retroalimentando la problemática energética europea, o el aislamiento económico a través de la exclusión del sistema de pagos SWIFT) que presionarían al alza el riesgo de militarización del conflicto.

De forma paralela, la política exterior en Asia continúa marcada por las tensiones en torno al acuerdo nuclear de Irán que podría volver a colapsar bajo la negativa de Teherán, el reposicionamiento de relaciones en Afganistán, y el latente riesgo de conflicto en Taiwán donde, la asertividad de China y la postura de defensa de Estados Unidos se polarizan, intensificando la actividad militar e involucrando a un posicionamiento de aliados más amplio.

Crisis soberano-financiera en China

En el plano macroeconómico, las perspectivas de China continúan deteriorándose debido a los problemas energéticos crecientes, el impacto directo en los precios del productor, el resurgimiento de casos de Covid-19 (dado el carácter aislacionista de las restricciones implantadas en ese país) y el delicado estado financiero de los desarrolladores inmobiliarios con Evergrande (bajo calificación oficial de *default*) y una tendencia de rebajas crediticias inmersa en un proceso cada vez más amplio. En este sentido, el Banco Popular de China redujo su ratio de reservas (RRR) en 50 pbs a mediados de diciembre, y llevó a cabo un recorte adicional a mediados de enero en los tipos de referencia, como medidas de facilitar un aterrizaje suave de la economía, al tiempo que trata de atajar la crisis del sector inmobiliario.

En el plano internacional, las reformas contra la industria tecnológica y las crecientes tensiones geopolíticas tanto por Taiwán como por los próximos Juegos Olímpicos de Invierno, podrían aumentar el riesgo de dañar la percepción económica e inversora exterior. El riesgo de políticas intervencionistas lesivas (y en cierta medida desordenadas) hacia el sector privado, sumado al opaco tratamiento de los incumplimientos *offshore* en torno al sector inmobiliario, podrían dañar la confianza y deteriorar las expectativas de transición hacia un nuevo modelo.

Cambio climático

El consenso frente a los riesgos del cambio climático volvió a constatarse tras la reunión de la COP-26 del pasado mes de octubre, ratificando su prioridad a nivel mundial y mostrando la voluntad política de limitar el calentamiento global a 1,5 grados, así como conseguir el objetivo de cero emisiones netas para 2050 (aunque China ha pospuesto sus compromisos). Al mismo tiempo, se reforzó la confianza en el pilar fundamental de las inversiones ESG, donde la deuda sostenible se duplicó en el tercer trimestre de 2021 y podría alcanzar a finales de 2021 1,5 billones de dólares, al tiempo que la emisión de bonos verdes alcanzó nuevos máximos de 140.000 millones de dólares en la misma fecha. En contraposición, no se abordaron temas de calado como la descarbonización de las cadenas de suministro, causantes de gran parte de las emisiones, ni se abordaron estrategias de tarificación globales del carbón, en parte debido a la negativa de pactos tanto de los principales productores de energía basada en combustibles fósiles (Rusia, Australia, Arabia Saudita) como de los principales consumidores China, India y Estados Unidos.

Covid-19

La reciente aparición de la nueva variante del Covid-19 ("Ómicron") supone un importante desafío a la confianza ganada por las vacunas y tratamientos actuales. Los riesgos de un proceso de vacunación asimétrico, con los países desarrollados inoculando los refuerzos al tiempo que los países emergentes y en desarrollo adolecen un proceso de primera pauta fuertemente deprimido, se materializan en forma de una nueva cepa que bien podría restar efectividad o bien eludir la protección actual ofrecida. En este sentido, y a pesar de encontrarse en una etapa de estudio todavía prematura para extender las consecuencias de esta variante, el escenario de riesgo continúa evidenciando el peligro de continuar con un proceso de vacunación dominado por las economías avanzadas, el cual es claramente inconsistente con el propósito global de acabar con la pandemia. Por el lado positivo, la experiencia ganada con las olas anteriores, permiten dotar de escenarios de restricciones más selectivos, económicamente menos lesivos y sanitariamente más efectivos.

1.2. Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

1.2.1. Estados Unidos

Los costes de la energía, materias primas, problemas de suministro y subidas de tipos marcan el paso del 2022.

Las expectativas de crecimiento de la economía estadounidense se están moderando, y ahora esperamos unos crecimientos del 4,0% y 2,5% en 2022 y 2023, respectivamente, rebajadas desde un 5,7% y 4,4% [véanse la Tabla 1.2.1, así como las Gráficas 1.2.1-a y 1.2.1-b). Esto se debe principalmente al cambio de panorama para los tipos de interés, y a la subida de los costes de la energía y otras materias primas. Particularmente en Estados Unidos, la crisis de las cadenas de suministro está afectando al consumidor final y a las industrias, principalmente a la fabricación del automóvil y la electrónica. Asimismo, las condiciones inflacionarias van a reducir el poder de compra de los hogares.

A nivel de la situación pandémica, las noticias más recientes apuntan a que la variante Ómicron no es tan peligrosa como las anteriores, pero las medidas de contención pueden ser de las más variadas, según los estados y las orientaciones políticas, de ahí que hay de nuevo incertidumbre respecto al impacto que puede tener en la economía. El

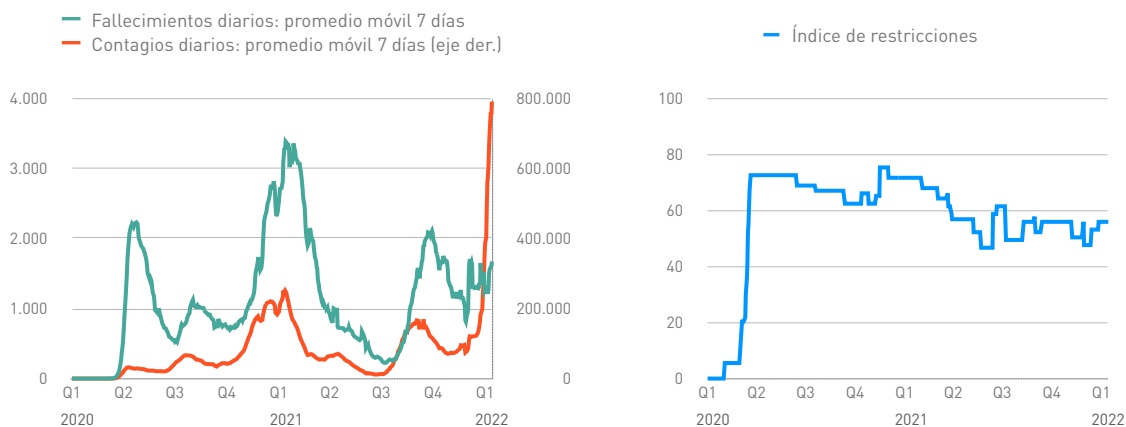
Estados Unidos

- El crecimiento de la economía va a depender de que se resuelvan los problemas relacionados con el suministro; se estima que estará en el entorno del 4,0% en 2022.
- La inflación sigue presionando y la Reserva Federal inicia el *tapering*; se anticipan las subidas de tipos de interés.
- Si la inflación se vuelve persistente, afectará al consumo de los hogares, en tanto que el mercado laboral se mantiene fuerte.
- La variante Ómicron vuelve a aumentar el nivel de incertidumbre, aunque los mercados parecen haberse tranquilizado respecto a su peligrosidad.

nivel de contagios ha escalado muy por encima de los niveles observados en las olas anteriores, y el programa de vacunación ha avanzado solo moderadamente, con el 72,6% de la población con al menos una dosis, y el 20,7% con dosis de refuerzo [véanse las Gráficas 1.2.1-c y 1.2.1-d). El riesgo que deriva de este es que puede seguir afectando a las cadenas de suministro. De momento, un juez federal ha parado la obligatoriedad de las vacunas en los trabajadores del sector de la salud, y el gobierno aprieta, mandando ahora a los trabajadores del sector privado, un agravio comparativo que también deberán dilucidar los tribunales.

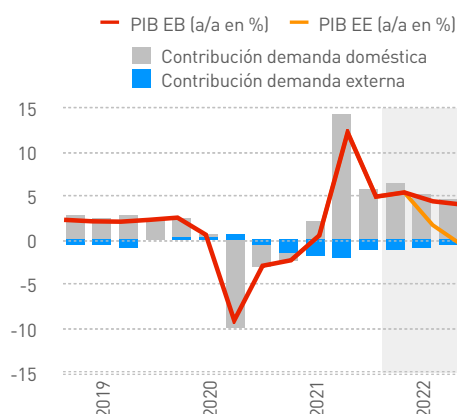
A nivel de indicadores anticipados, los PMIs de diciembre retroceden un poco, pero siguen

Gráfica 1.2.1-c
Estados Unidos: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



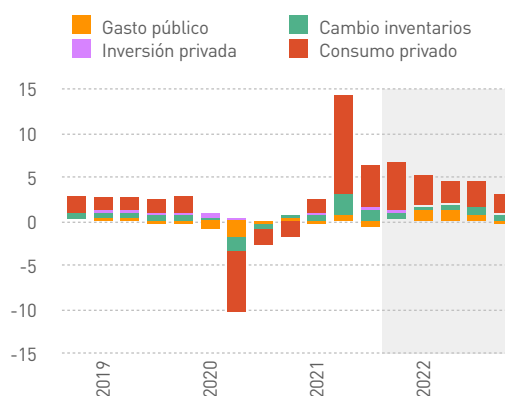
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

Gráfica 1.2.1-a
Estados Unidos: descomposición
y previsiones del PIB



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

Gráfica 1.2.1-b
Estados Unidos: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica



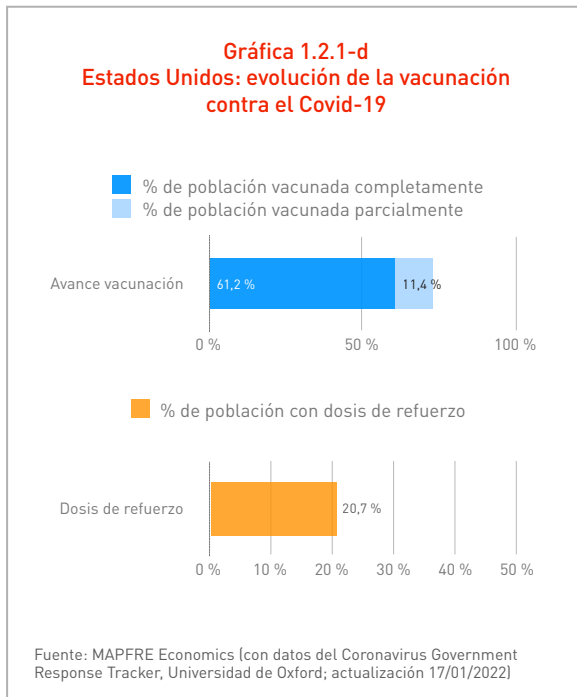
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)

Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	2,3	2,9	2,3	-3,4	5,6	4,0	2,5	-0,3	2,1
Contribución de la demanda doméstica	2,5	3,3	2,5	-3,3	7,1	4,2	2,4	-0,7	2,1
Contribución de la demanda externa	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-1,5	-0,2	0,1	0,4	0,0
Contribución del consumo privado	1,7	2,0	1,5	-2,6	5,7	2,8	1,8	-0,4	1,6
Contribución de la inversión total	0,8	0,9	0,7	-0,3	1,4	0,6	0,6	-0,7	0,2
Contribución del gasto público	0,0	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,4	2,9	2,2	-3,8	8,1	4,0	2,5	-0,6	2,3
Gasto público (% a/a)	0,0	1,2	2,0	2,0	1,3	0,9	0,8	0,9	0,8
Inversión total (% a/a)	3,8	4,4	3,1	-1,5	6,3	3,0	2,9	-3,1	0,9
Exportaciones (% a/a)	4,1	2,8	-0,1	-13,6	4,2	7,3	7,1	3,5	6,4
Importaciones (% a/a)	4,4	4,1	1,1	-8,9	13,6	4,1	4,9	-1,7	4,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,2	3,8	3,6	6,8	4,2	3,6	3,6	4,7	4,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,1	1,9	2,3	1,4	6,7	2,4	2,1	3,3	2,3
Balance fiscal (% PIB)	-4,2	-6,1	-6,3	-15,3	-12,0	-5,9	-5,4	-7,3	-6,9
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-4,2	-4,3	-4,1	-4,3	-4,8	-4,4	-4,4	-4,1	-4,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,9	-2,1	-2,2	-2,9	-3,6	-3,3	-3,2	-2,9	-2,8
Tipo de interés oficial (final período)	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25	1,00	1,50	1,00	0,75
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1,69	2,81	1,91	0,24	0,21	1,04	1,64	0,78	0,85
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,40	2,69	1,92	0,93	1,52	2,32	2,53	2,78	3,00
Tipo de cambio vs USD (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,18	1,20	1,14	1,18
Crédito privado (% a/a, media)	6,9	4,6	5,3	6,2	15,6	5,2	0,6	1,9	0,7
Crédito familias (% a/a, media)	3,4	3,5	3,0	3,4	6,5	7,6	7,1	7,3	7,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	6,1	9,1	6,6	8,7	2,1	6,7	4,9	6,7	4,9
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	2,9	2,2	2,2	5,6	4,2	2,2	1,5	2,7	3,4
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media)	7,3	7,6	7,6	16,4	12,2	6,7	6,4	8,9	8,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

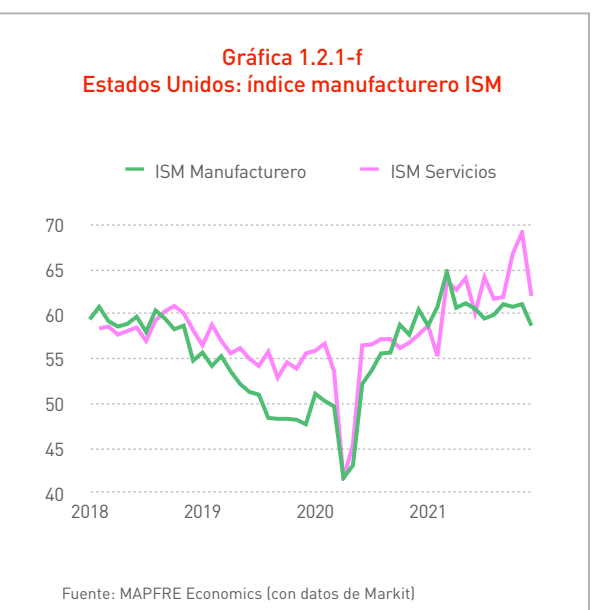
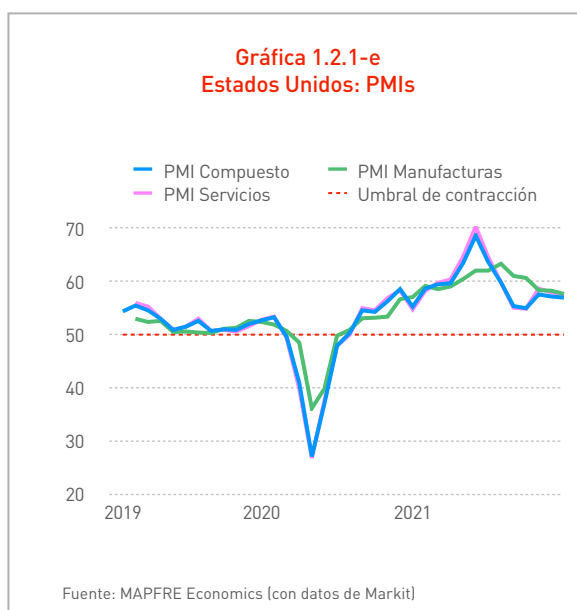


fuertes; el compuesto en 57,0, el manufacturero en 57,7 y el de servicios en 57,6 puntos (véase las Gráficas 1.2.1-e y 1.2.1-f). Las ventas al por menor crecen un 18,2% interanual y, excluyendo vehículos, crece un 19,5% en noviembre. En el mercado laboral se sigue creando empleo (cerca de 200.000 a la semana, no agrícolas), con el paro bajando al 3,9% en diciembre. La confianza del consumidor mejoró en diciembre, con el índice de la *Conference Board* subiendo al 115,8, y el de la Universidad de Michigan al 70,6. El índice de indicadores adelantados (*Conference Board*) volvió

a subir, situándose en 119,9 en noviembre principalmente gracias a los indicadores del mercado laboral.

La inflación repuntó al 7,0% en diciembre, con la subyacente en 5,5%. Los precios de la energía ya se han estabilizado en diciembre, pero están un 29,6% más elevados que en el año anterior. Los combustibles de automoción están un 49,5% más altos, las materias primas en general un 10,7%, y la alimentación un 6,3%. La tensión en los precios energéticos deberá remitir en 2022, pero en parte ya se está trasladando a múltiples rúbricas.

El comité de política monetaria de la Reserva Federal, en su reunión de diciembre decidió, a la vista de la evolución de la inflación y de la mejora del mercado laboral, reducir el ritmo mensual de sus compras netas de activos en 20.000 millones de dólares para los valores del Tesoro y en 10.000 millones para los valores respaldados por hipotecas. A partir de enero, el Comité aumentará sus tenencias de valores del Tesoro en al menos 40.000 millones de dólares al mes y de valores respaldados por hipotecas de agencias en al menos 20.000 millones de dólares al mes. El Comité considera que es probable que sea conveniente seguir reduciendo el ritmo de las compras netas de activos, pero se está preparando para ajustar el ritmo de las compras si lo justifican los cambios en las perspectivas económicas.



La curva de previsión de tipos de interés por parte de los miembros del comité (*Dot Plot*), ahora estima 3 subidas de 25 puntos básicos (pbs) en 2022 y 3 subidas en 2023, terminando los tipos en 1,75% en 2023 (la banda alta). El presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, que ha sido renovado para un nuevo periodo de cuatro años, refiriéndose a la inflación apuntó que se espera que esta remita en 2022, pero los riesgos de que se torne más persistente están aumentando. Por ahora, el tipo de interés de los Fondos Federales se mantiene en 0,25% (banda alta).

Mientras el paquete de inversión denominado "Build Back Better" (BBB), que preveía inversiones sustanciales en clima, salud y educación se ha bloqueado en el Senado a falta de un voto (el del senador Joe Manchin), aparentemente la contraoferta que este hizo a la Casa Blanca, de 1,8 trillones de dólares antes de Navidad, ya ni siquiera está sobre la mesa. Los demócratas deberán repensar totalmente la composición del paquete de inversiones. El próximo 8 de noviembre hay elecciones de renovación del congreso, con las primarias en cada estado empezando en marzo, en Texas.

Los riesgos para la economía de los Estados Unidos siguen siendo los problemas de suministro en varios sectores, generados por las limitaciones de capacidad en los puertos y la distribución por carretera. Estos problemas afectan a varios sectores y tienden a reducir la oferta, justo en un momento que la demanda está fuerte y conlleva repercusiones en la inflación. La solución de escasez de semiconductores para la industria automovilística y electrónica es fundamental para que se puedan mantener nuestras previsiones actuales, si no habrá que revisarlas a la baja. El mercado laboral está fuerte, pero los precios de la energía siguen tensionados, y la inflación tenderá a volverse persistente, aunque baje por efecto de base en 2022. Ya se anticipan subidas de tipos de interés oficiales, lo que repercutirá en las condiciones financieras de las empresas y hogares. Por el lado positivo, está el plan de infraestructuras de un billón de dólares que será un importante impulsor de la actividad económica en ese país.

1.2.2 Eurozona

La recuperación continúa, pero las amenazas aumentan.

El PIB de la Eurozona deberá crecer en 2022 un 3,9%, y en 2023 un 2,7% (véanse la Tabla 1.2.2, así como las Gráficas 1.2.2-a y 1.2.2-b). No obstante, las incertidumbres están en aumento: nuevas restricciones a la movilidad que afectarán al turismo y a los comercios como resultado del resurgimiento de los contagios por la variante Ómicron, dificultades de las cadenas de suministro que pueden tardar varios meses en normalizarse, elevados costes energéticos, y dificultades en la remisión de las presiones inflacionarias.

Debe señalarse el importante repunte de los contagios de Covid-19, los cuales se han situado muy por encima de los alcanzados en las olas previas, y que, además de propiciar la reinstalación de algunas restricciones a la movilidad y contacto social, podrían generar diversas interrupciones en la actividad económica. Este repunte, sin embargo, hasta el momento no ha venido acompañado por un aumento simétrico de los fallecimientos, como resultado del avance del proceso de vacunación, el cual alcanza el 72,3% de la población con al menos una dosis, y el 28,1% con el refuerzo respectivo (véanse las Gráficas 1.2.2-c y 1.2.2-d).

La recuperación en 2021 ha ido bien hasta el tercer trimestre, pero empezó a flaquear en el último trimestre del año, a raíz de los motivos antes enumerados, pero destacando las nuevas restricciones, las dificultades en la fabricación y ventas de automóviles, y la reducción de producción en algunas industrias a raíz de

Eurozona

- Los ojos están puestos en que la inflación remita; energía, CO2 y precios al productor, las claves.
- Los problemas de la cadena de suministro se tendrán que resolver para no descarrilar la recuperación.
- La matriculación de automóviles está un 30% por debajo del año anterior y un 40% debajo del nivel previo a la crisis sanitaria.
- Se prevé que el PIB en 2022 crezca un 3,9% y un 2,7% en 2023.

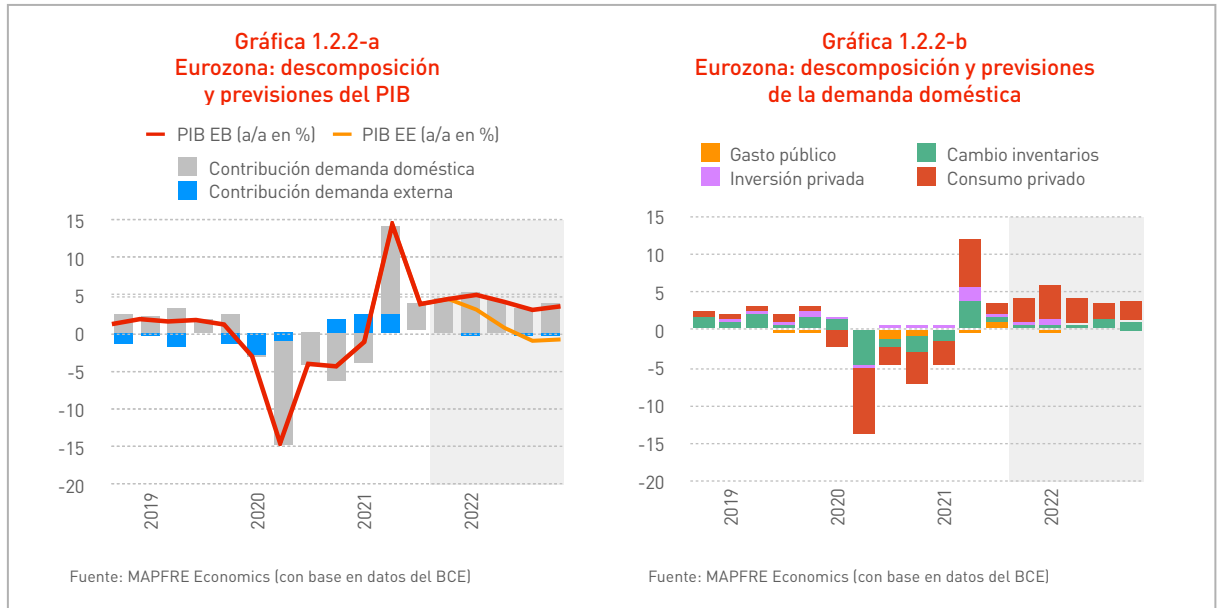


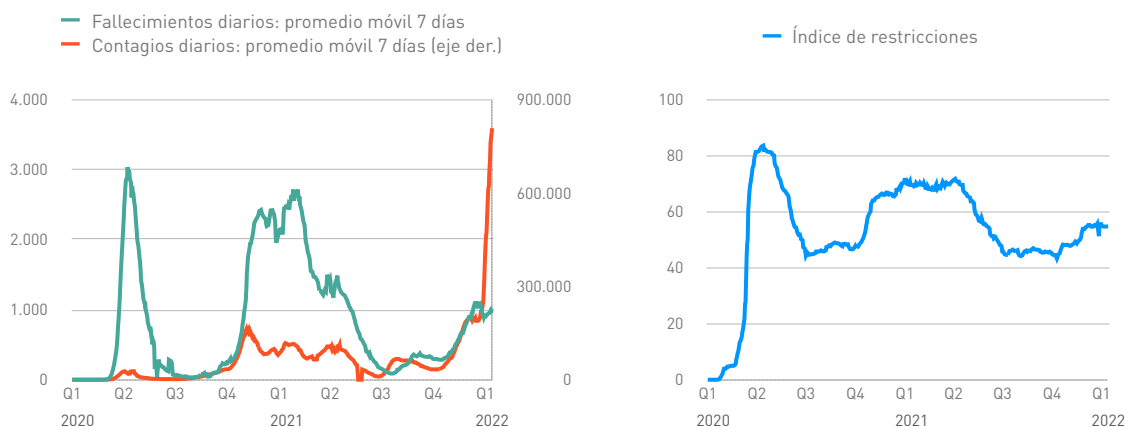
Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)	
PIB (% a/a)	2,8	1,8	1,6	-6,5	5,1	3,9	2,7	0,5	2,0	
Contribución de la demanda doméstica	2,3	1,7	2,4	-6,1	3,7	4,2	2,7	0,9	2,0	
Contribución de la demanda externa	0,5	0,1	-0,9	-0,4	1,4	-0,3	0,0	-0,4	0,0	
Contribución del consumo privado	1,0	0,8	0,7	-4,2	1,8	3,2	1,8	1,4	1,7	
Contribución de la inversión total	0,9	0,6	1,5	-1,6	0,8	1,0	0,7	-0,1	0,2	
Contribución del gasto público	0,2	0,2	0,4	0,3	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	
Consumo privado (% a/a)	1,9	1,4	1,4	-8,0	3,5	6,1	3,4	2,6	3,1	
Gasto público (% a/a)	1,1	1,0	1,8	1,3	3,7	1,0	0,8	1,0	0,8	
Inversión total (% a/a)	4,2	3,1	6,7	-7,3	3,7	4,6	3,5	-0,6	0,9	
Exportaciones (% a/a)	6,0	3,6	2,7	-9,4	9,5	5,5	4,0	2,0	3,1	
Importaciones (% a/a)	5,5	3,7	4,8	-9,3	7,1	6,6	4,4	3,0	3,4	
Tasa de paro (% , último trimestre)	8,7	7,9	7,4	8,2	7,4	7,4	7,3	8,5	8,0	
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	1,9	1,0	-0,3	4,4	1,1	1,3	2,2	1,5	
Balance fiscal (% PIB)	-0,9	-0,4	-0,6	-7,2	-6,0	-3,8	-2,6	-5,3	-4,4	
Balance fiscal primario (% PIB)	1,0	1,4	1,0	-5,7	-4,4	-2,4	-1,2	-3,8	-3,0	
Balance comercial (% PIB)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,2	3,1	2,4	1,9	2,5	2,1	2,3	1,8	2,2	
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	-0,51	-0,46	-0,55	-0,51	
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,13	1,17	0,32	-0,19	0,32	0,73	1,14	2,02	2,14	
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,18	1,20	1,14	1,18	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito familias (% a/a, media)	2,3	2,4	3,4	2,9	3,5	3,5	5,0	2,6	3,5	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,2	1,9	2,0	2,5	2,4	1,5	2,7	-0,1	1,6	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,5	-0,5	1,4	-2,5	1,3	2,5	2,8	2,8	3,7	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	12,3	12,5	13,0	19,5	17,7	13,4	12,3	14,8	13,4	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

Gráfica 1.2.2-c
Eurozona: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



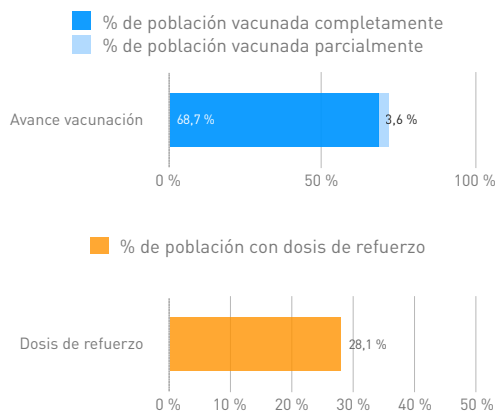
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

aumento de los costes energéticos. Una cierta lentitud en la aplicación de los fondos europeos de recuperación también tensa las expectativas de una mayor inversión para 2022. Una estrategia para una mayor independencia energética ha demostrado ser vital, si se quiere evitar una exagerada volatilidad de precios en el futuro o incluso limitaciones de abastecimiento.

A nivel de indicadores, los índices de gestores de compras (PMIs) de la Eurozona caen ligeramente en diciembre, con el compuesto en

53,3, el manufacturero en 58,0 y el de servicios en 53,1 puntos. La confianza en el comercio minorista mejoró al acercarse la época navideña, pero la confianza del consumidor baja al -8,3 en diciembre. La encuesta de la Unión Europea sobre los niveles de pedidos de fábrica muestra que las expectativas son buenas, aunque habrá que ver si la producción puede responder superando las dificultades de suministro (véanse las Gráficas 1.2.2-e y 1.2.2-f). Debido a las dificultades de la industria del automóvil, las matriculaciones de coches de noviembre estaban un -20,8% debajo del año anterior.

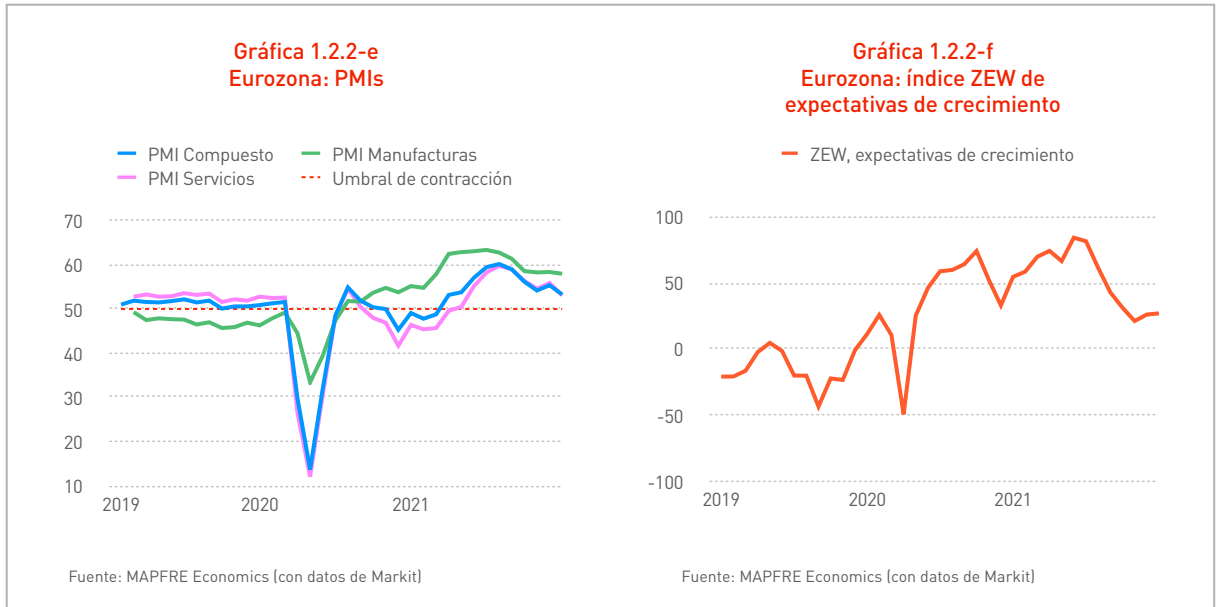
Gráfica 1.2.2-d
Eurozona: evolución de la vacunación contra el Covid-19



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

Por otra parte, la inflación en la Eurozona ha alcanzado el 5,0% en diciembre, con la subyacente manteniéndose al 2,6%. Se prevé que la inflación se moderará en los próximos meses a medida que bajen los precios de la energía, pero con la OPEP sin voluntad de ampliar mucho la producción y con el *mix* energético europeo sin soluciones rápidas, es posible que el descenso sea lento. Los precios de las emisiones de CO2 no parecen relajarse, y el del gas natural sigue cuatro veces más alto que hace un año. Los precios al productor están disparados, tanto en los productos terminados (+21,9%) como en los intermedios (+16,8%), así que es difícil que esta presión no se vaya a trasladar al producto final.

En su reunión del pasado 16 de diciembre, el Banco Central Europeo (BCE) anunció que los tipos de interés se mantendrán constantes (0%



en facilidad de préstamo y -0,5% en facilidad de depósito). El banco reducirá el ritmo del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) a un ritmo significativamente inferior al del trimestre anterior, poniendo fin a las compras netas de activos en el marco de este programa a final de marzo de 2022, amortiguando el efecto mediante el refuerzo en el programa de compras de activos convencional (APP) que aumentaría hasta los 40.000 millones de euros mensuales durante el segundo trimestre y se reduciría a 30.000 a partir del tercer trimestre de 2022. Asimismo, el Consejo de Gobierno ha decidido ampliar el horizonte de reinversión para el PEPP; ahora prevé reinvertir el principal de los valores adquiridos en el marco del programa que vayan venciendo al menos hasta el final de 2024.

Los riesgos para la Eurozona aumentan con el repunte de la inflación, principalmente en la energía. Los precios al productor están en tensión y va a ser difícil que no se trasladen al consumidor. A su vez, los problemas de abastecimiento a las industrias del automóvil y la electrónica se deberán solucionar en los próximos trimestres. La introducción de nuevas restricciones a la movilidad como resultado de la nueva ola de contagios tampoco favorecerá la recuperación del turismo y los servicios. El adecuado uso de los fondos de recuperación europeos, en tiempo y forma, junto con reformas estructurales, siguen siendo la clave para la concreción de las tasas de crecimiento estimadas.

1.2.3 España

El 2022 dependerá de la solución a los problemas energéticos y a las cadenas de suministro, así como de una movilidad de turistas normal.

El crecimiento del PIB español en 2022 se deberá situar en el entorno del 5,5%, apoyándose en un nivel de empleo que va mejorando, unas exportaciones que deberán aumentar, siempre y cuando se superen los obstáculos de costes energéticos altos y dificultades de la cadena de suministro, y una inversión creciente por la llegada de los fondos de recuperación de la Unión Europea. Para 2023, el crecimiento económico en España se moderará al 4,3% (véanse la Tabla 1.2.3, así como las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

España

- El coste de la energía es ahora la principal preocupación para un funcionamiento normal de la industria y los servicios.
- El nerviosismo desatado por la variante Ómicron, no le sienta bien al turismo en España.
- Es importante que no se generen efectos de segunda ronda en la inflación para no perder competitividad a medio plazo.
- El final de la moratoria de insolvencias en junio de 2022 pondrá al descubierto las cicatrices de la crisis.
- Se prevé que la economía española crezca un 5,5% y 4.3% en 2022 y 2023, respectivamente.

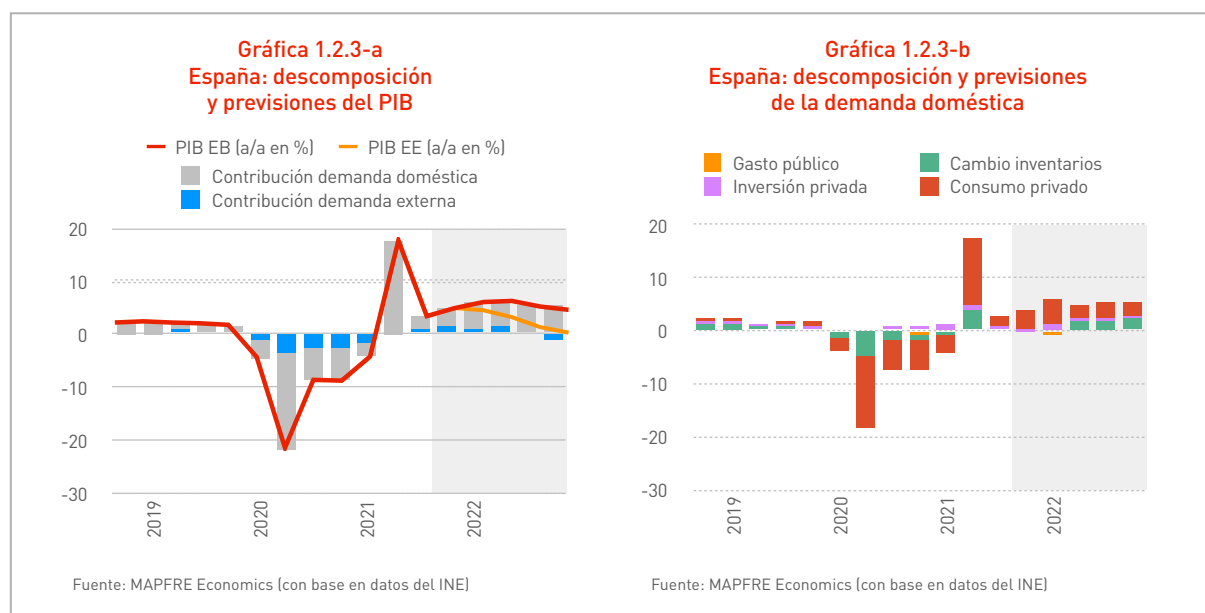
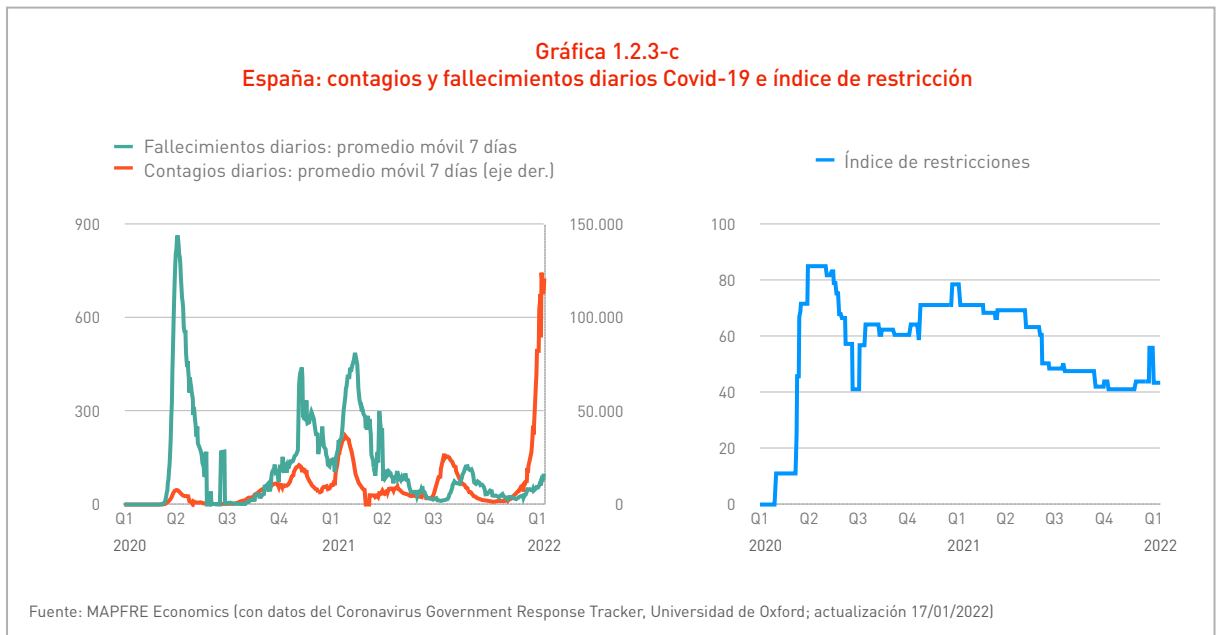


Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 _(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 _(p)	2023 _(p)	2022 _(p)	2023 _(p)
PIB (% a/a)	3,0	2,3	2,1	-10,8	4,9	5,5	4,3	2,3	3,0
Contribución de la demanda doméstica	3,2	2,9	1,6	-8,8	4,6	5,2	4,4	1,7	2,9
Contribución de la demanda externa	-0,2	-0,7	0,5	-2,1	0,3	0,3	-0,1	0,6	0,1
Contribución del consumo privado	1,8	1,0	0,6	-6,8	3,1	3,3	2,5	1,5	2,0
Contribución de la inversión total	1,3	1,2	0,9	-1,9	0,6	1,6	1,5	0,4	0,6
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,4	0,7	0,7	0,4	0,2	0,4	0,2
Consumo privado (% a/a)	3,0	1,7	1,0	-12,0	5,4	5,8	4,4	2,6	3,5
Gasto público (% a/a)	1,0	2,3	2,0	3,3	3,2	2,0	0,9	2,0	0,9
Inversión total (% a/a)	6,8	6,3	4,5	-9,5	3,2	7,9	7,2	2,2	3,1
Exportaciones (% a/a)	5,5	1,7	2,5	-20,2	12,3	7,5	4,5	4,5	3,4
Importaciones (% a/a)	6,8	3,9	1,2	-15,2	11,9	6,9	5,1	2,9	3,3
Tasa de paro (% , último trimestre)	16,6	14,5	13,8	16,1	14,1	14,2	14,1	15,4	14,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,1	1,2	0,8	-0,5	5,9	1,1	1,5	2,3	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0	-7,2	-5,2	-4,0	-6,7	-5,8
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,5	-0,1	-0,6	-8,8	-5,1	-3,4	-2,2	-4,7	-3,8
Balance comercial (% PIB)	-1,9	-2,4	-2,2	-0,8	-1,6	-3,0	-3,6	-3,1	-2,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,8	1,9	2,1	0,8	1,0	1,5	1,6	1,5	2,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	-0,51	-0,46	-0,55	-0,51
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,57	1,42	0,47	0,06	0,60	1,18	1,67	2,76	2,94
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,18	1,20	1,14	1,18
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	-1,4	-0,3	-0,2	-0,9	0,0	2,1	3,8	1,2	2,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-1,1	-2,0	-0,8	1,8	3,3	2,8	2,8	-2,7	-1,5
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-5,9	3,8	-6,5	1,7	7,7	3,9	3,4	4,5	4,7
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	6,2	5,9	8,6	15,8	11,1	7,1	5,5	7,7	6,2

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

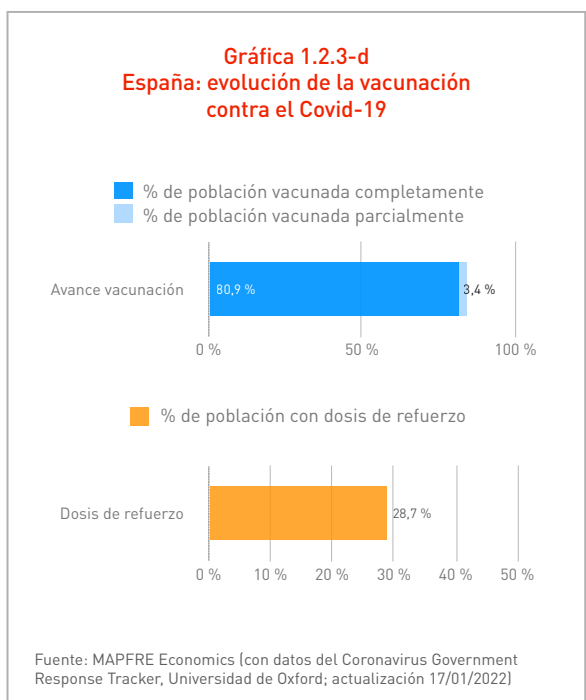


Importante para que se cumpla este escenario es que no se vuelvan a verificar cierres de fronteras y confinamientos, ya que en los primeros días de Ómicron, a finales de 2021, se empezaron a verificar cancelaciones hoteleras significativas. El número de contagios se ha elevado de manera significativa (muy por encima de los niveles alcanzados en olas previas). A pesar de ello, los fallecimientos aún no muestran un aumento correlativo, gracias al avance de los programas de vacunación (84,3%

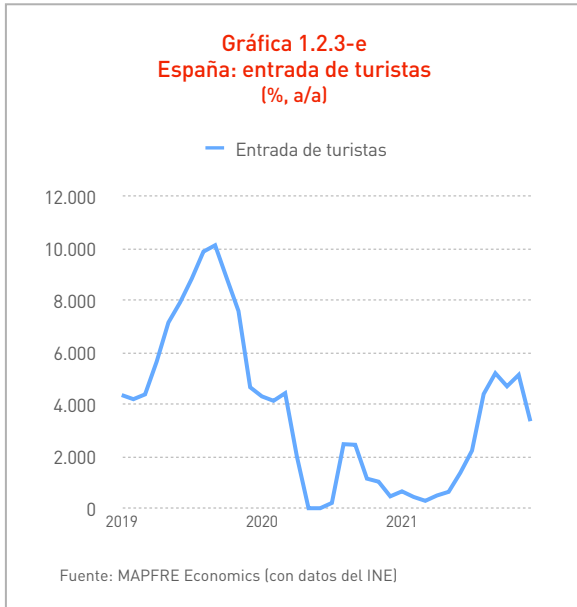
de la población con al menos una dosis, y 28,7% con dosis de refuerzo). Asimismo, el índice de restricciones no presenta una elevación a niveles similares a los que ya se tuvieron previamente durante la pandemia (véanse las Gráficas 1.2.3-c y 1.2.3-d).

El sector del automóvil es muy relevante en el PIB español y la producción de vehículos se encuentra a la mitad de su nivel pre-crisis. Asimismo, la llegada de turistas se ha recuperado solo parcialmente, sigue también a la mitad de los niveles habituales (véase la Gráfica 1.2.3-e). Las esperanzas están puestas en el aprovechamiento adecuado de los fondos europeos de recuperación para que sirvan de impulso en 2022-23, y para que ayuden en una transformación de la economía que produzca ganancias de productividad y de empleo más duraderas. Está previsto que parte de esos fondos sean utilizados en proyectos de producción de energía, aspecto fundamental para reducir la dependencia energética del exterior y así eliminar la volatilidad en precios que estamos viviendo actualmente.

Los índices de gestores de compras (PMIs) retroceden en diciembre, con el compuesto en 55,4, el manufacturero en 56,2 de servicios en 55,8 puntos (véase la Gráfica 1.2.3-f). Las encuestas al sector servicios volvieron a caer en diciembre a raíz de las nuevas restricciones impuestas. La confianza del consumidor ha



Gráfica 1.2.3-e
España: entrada de turistas
(%, a/a)



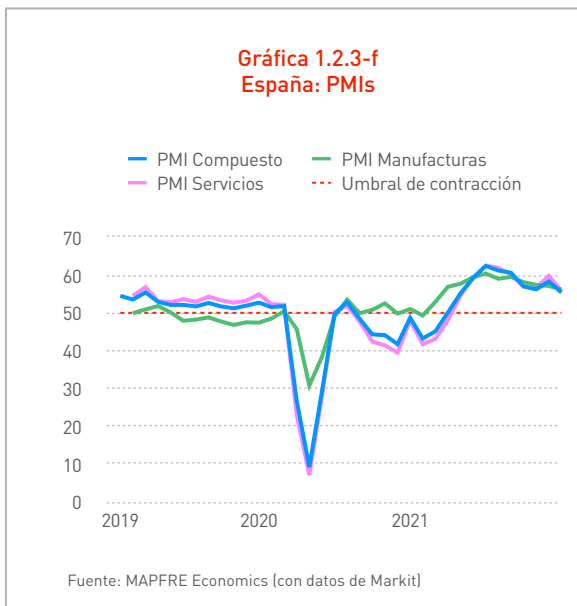
empeorado en diciembre (-13,1), especialmente respecto a la situación económica futura. Las ventas al por menor mejoraron con respecto al año anterior (+4,9% en noviembre), mientras que la industria manufacturera también empeora (-3,8%), destacando la del automóvil (-35%), la electrónica (-6,8%) y los plásticos (-10,1%).

La inflación alcanzó un nuevo máximo de 6,7% a/a en diciembre (+1,3% m/m), empujada por la electricidad y el transporte. La subyacente sube al 1,7%, lo que todavía es un valor razonable y mantiene cierta esperanza de que la general vuelva a moderarse. Sin embargo, la subida de precios al productor es muy alta (+33,1% en

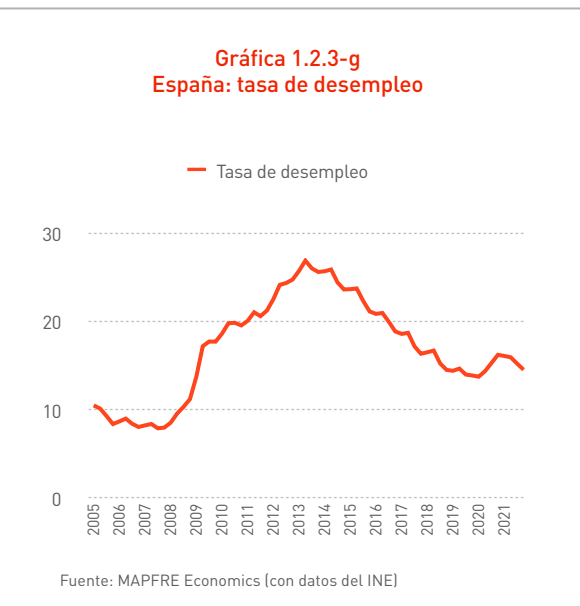
noviembre), debido a los costes de la electricidad y del gas, lo que ha llevado a que muchos fabricantes hayan suspendido o reducido la producción a la espera que este coste vuelva a bajar. La persistencia de la inflación vendrá determinada por efectos de segunda ronda mediante subidas de salarios y pensiones. La subida de salarios, si no es moderada, restará competitividad a la economía de cara al futuro.

Los riesgos de cara a 2022 se centran especialmente en la inflación, por la factura eléctrica y del gas, principalmente por el aumento de costes al productor y a los servicios. Urge resolver el problema energético español si se pretende mantener la competitividad de industria y los servicios. La entrada de turistas también sigue a la mitad de lo habitual, por lo que nuevas preocupaciones por la variante Ómicron no le sentarán nada bien a la economía. El aprovechamiento eficaz de los fondos de la Unión Europea son clave para la recuperación, de ahí que de no hacerlo el impacto sería significativo. Por otra parte, es importante que se resuelva pronto la crisis de suministro de chips, ya que está afectando gravemente a la producción de la industria del automóvil, un sector clave en la economía española. Y por último, el final de la moratoria de insolvencias en junio de 2022 revelará las cicatrices de la crisis.

Gráfica 1.2.3-f
España: PMIs



Gráfica 1.2.3-g
España: tasa de desempleo



1.2.4 Alemania

En 2022 se espera mayor crecimiento, si la pandemia y las cadenas de suministro lo permiten.

El PIB de Alemania creció un 1,7% t/t en el tercer trimestre de 2021 (2,5% a/a), con la actividad volviendo a cierta normalidad, hasta que la nueva variante del Covid-19 (“Ómicron”) en noviembre vino a descarrilar el final del cuarto trimestre. En dicho trimestre, el consumo creció 6,2% t/t (1,8% a/a), la inversión bajó -2,2% t/t (10,7% a/a) y las exportaciones bajaron -1,0% t/t (5,5% a/a). Se prevé un crecimiento del PIB alemán en el entorno del 3,9% en 2022 y del 2,9% en 2023, partiendo del supuesto que se restablece la normalidad en la cadena de suministro, con el consumo y la inversión rebotando, y las exportaciones todavía fuertes (véanse la Tabla 1.2.4, así como las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b).

Como en la mayor parte de los países europeos, la variante Ómicron ha llevado el número de contagios a niveles muy superiores a los observados en olas anteriores de la pandemia, trayendo consigo la reinstalación de las restricciones a la movilidad y contacto social en Alemania. No obstante, el comportamiento de los fallecimientos que parece haberse desacoplado de la tendencia de contagios, gracias al avance de los procesos de vacunación, la cual reporta un 73,2% de población con al menos una dosis, y un 38,2% con la vacu-

Alemania

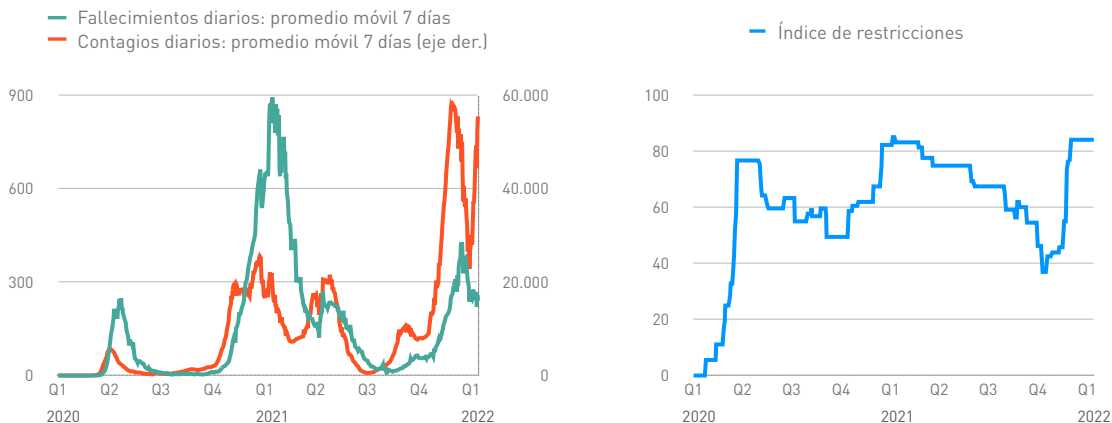
- Se estima un crecimiento del PIB alemán del 3,9% en 2022 y del 2,9% en 2023.
- La producción industrial, y en especial la del automóvil, se encuentra mermada por los problemas en la cadena de suministro.
- La inflación, que sorprendió en noviembre, se deberá moderar de cara los próximos meses.
- El nuevo gobierno de coalición avanza con una agenda más social, digital y verde.

na de refuerzo (véanse las Gráficas 1.2.4-c y 1.2.4-d).

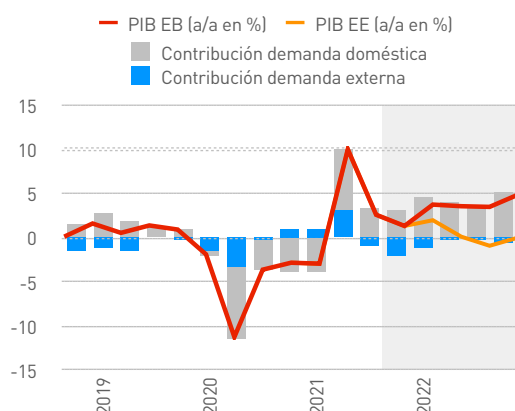
El índice IFO de condiciones de negocio de diciembre bajó a 94,7, el de confianza del consumidor GFK empeora hasta -6,8 en enero y el relativo a las perspectivas económicas baja hasta 17,1 en diciembre desde los 31,0 de noviembre. Asimismo, los índices de gestores de compras (PMIs) empeoran en diciembre, con el compuesto en 49,9, el de servicios en 48, y el manufacturero en 57,4 puntos (véanse las Gráficas 1.2.4-e y 1.2.4-f).

La inflación IPC de diciembre siguió subiendo, situándose en 5,3%, el HCPI (armonizado) bajó 3 décimas al 5,7%, y el CPI sin energía sube al 3,6%. Estos niveles probablemente han hecho máximo, por los efectos de base en el IVA del año anterior, por lo que se estima que desde este punto empiecen a bajar. Sin

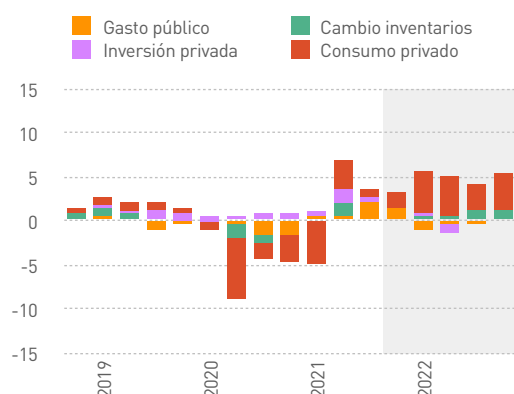
Gráfica 1.2.4-c
Alemania: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

Gráfica 1.2.4-a
Alemania: descomposición
y previsiones del PIB


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

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


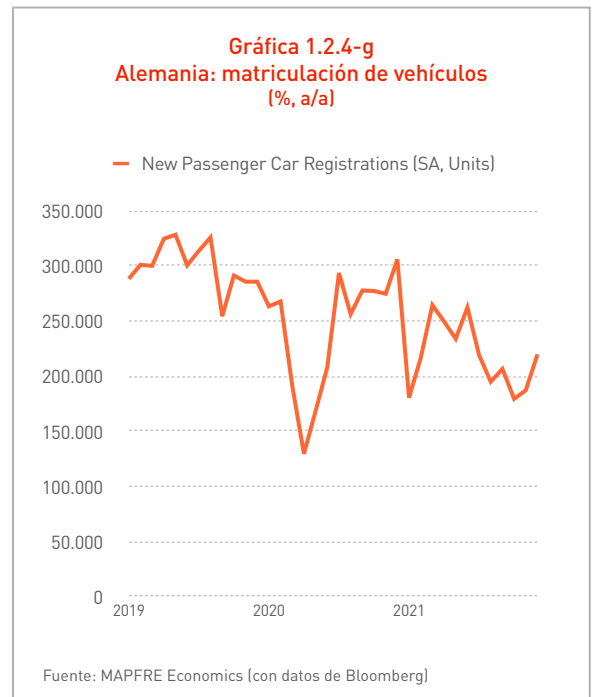
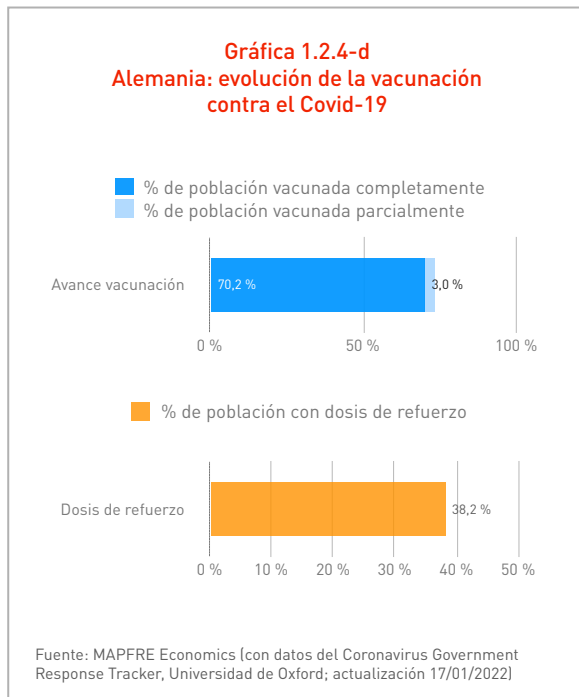
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)

Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	3,0	1,1	1,1	-4,9	2,5	3,9	2,9	0,3	2,0
Contribución de la demanda doméstica	2,7	1,6	1,8	-4,0	2,3	4,4	3,3	1,0	2,4
Contribución de la demanda externa	0,3	-0,5	-0,7	-0,9	0,2	-0,5	-0,4	-0,7	-0,5
Contribución del consumo privado	0,9	0,7	0,9	-3,2	0,2	4,2	2,4	2,5	2,2
Contribución de la inversión total	0,7	0,7	0,4	-0,6	0,4	0,9	0,8	-0,2	0,1
Contribución del gasto público	0,3	0,2	0,6	0,8	0,6	-0,2	0,1	-0,2	0,1
Consumo privado (% a/a)	1,7	1,4	1,6	-6,1	0,4	8,0	4,5	4,7	4,1
Gasto público (% a/a)	1,7	1,0	3,0	3,5	2,9	-0,9	0,7	-0,9	0,7
Inversión total (% a/a)	3,3	3,5	1,9	-3,0	1,7	4,3	3,5	-0,8	0,5
Exportaciones (% a/a)	5,6	2,5	1,1	-10,1	7,3	5,7	3,9	1,9	2,9
Importaciones (% a/a)	5,7	4,0	2,9	-9,2	7,7	7,6	5,1	3,8	4,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,5	5,1	5,0	6,2	5,3	5,1	5,1	6,4	6,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,4	1,6	1,5	-0,2	4,9	1,1	1,7	2,2	1,9
Balance fiscal (% PIB)	1,3	1,9	1,5	-4,3	-3,9	-1,7	-0,7	-3,3	-2,9
Balance fiscal primario (% PIB)	2,3	2,8	2,3	-3,7	-3,4	-1,2	-0,2	-2,8	-2,4
Balance comercial (% PIB)	7,8	6,8	6,3	5,6	5,0	4,5	4,3	4,1	3,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	7,8	7,9	7,6	6,8	6,5	5,7	5,7	5,3	5,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	-0,51	-0,46	-0,55	-0,51
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,43	0,25	-0,19	-0,58	-0,18	0,20	0,57	0,93	1,23
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,18	1,20	1,14	1,18
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	3,2	2,3	4,7	4,3	4,9	5,7	9,4	4,7	7,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,9	7,0	4,4	3,5	2,1	1,6	2,6	1,4	1,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-1,6	0,4	10,3	9,5	10,3	6,9	5,6	7,7	7,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	10,6	11,3	10,7	16,2	15,1	10,1	9,1	11,2	9,6

 Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
 Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

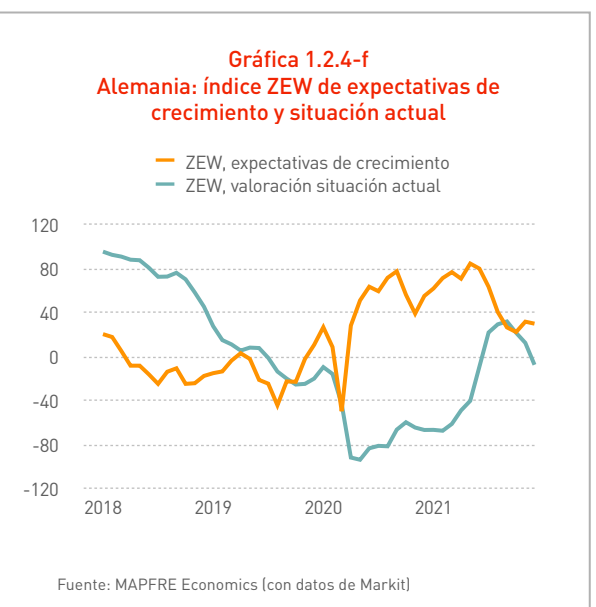
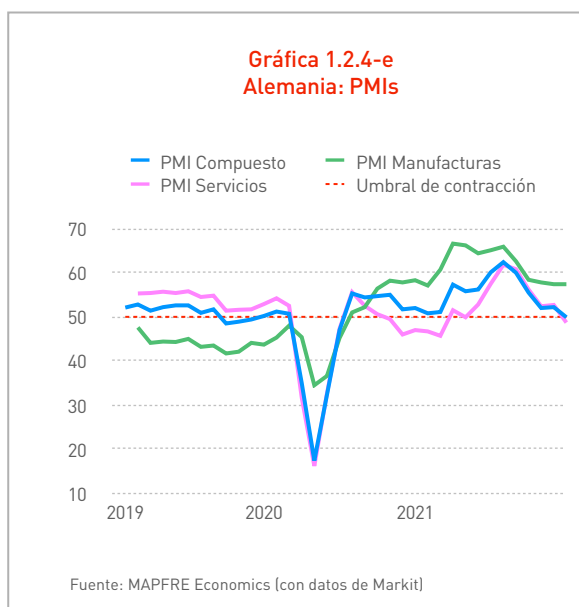


embargo, preocupan las subidas en los alimentos (+6,0%) en diciembre, pero se espera que la energía para los hogares (+18,3%) y combustibles (+51%) comiencen a descender acabada la temporada de invierno.

La resolución de los problemas en la cadena de suministro en las industrias, particularmente a la industria del automóvil, es una incógnita y riesgo para los próximos meses. Como la utilización de la capacidad está alta, se espera que la inversión en 2022 se fortalezca. Los riesgos son que los costes de la energía se

mantengan altos, y que los precios al productor se empiecen a trasladar a los productos finales. Si la inflación y sus expectativas se arraigan, se puede entrar en un ciclo inflacionario y con tipos de interés más altos que serán un obstáculo para la recuperación.

Después de que la coalición de partidos "Semáforo" hubo llegado a un acuerdo en noviembre, tomó posesión el nuevo Canciller, Olaf Scholz. La coalición se construyó sobre los pilares de las transiciones digitales y climática de la economía alemana, y los compromisos de



aumentar el salario mínimo y de que las pensiones no pierdan poder adquisitivo. El acuerdo se apoya en diversos acuerdos presupuestarios con el fin de financiar la agenda social e inversión pública.

1.2.5 Italia

El gobierno italiano está centrado en las reformas para resolver la endémica falta de crecimiento.

La economía de Italia creció un 2,6% t/t (3,8% a/a) en el tercer trimestre de 2021. El consumo privado fue la partida con mayor impulso (5,0% t/t), las exportaciones (3,2% t/t) y la inversión (2,6% t/t) también crecieron, mientras que el gasto del gobierno cae por segundo trimestre consecutivo (-0,8% t/t). La producción industrial sigue aún débil (-0,6% m/m en octubre), aunque mejora a nivel interanual (2,0% a/a) y se mantiene en desaceleración como resultado de los problemas en la cadena de suministro. Las ventas de coches se situaron un -27,5% por debajo del año anterior (diciembre). Asimismo, los indicadores PMIs empeoran en diciembre, con el compuesto en 54,7, el manufacturero en 62,0 y el de servicios 53,0 puntos (véanse las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b). De esta forma, estimamos un crecimiento del PIB italiano en el entorno del 4,4% para 2022 y del 2,5% en 2023, frente a un crecimiento en 2021 que deberá terminar en el 6,3% (véanse la Tabla 1.2.5, así como las Gráficas 1.2.5-c y 1.2.5-d).

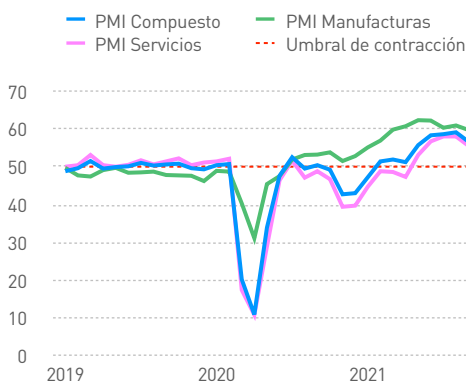
La inflación en diciembre se ha situado en 3,9% a/a (+0,4% m/m). A esta subida contribuyen combustibles (+21%), electricidad (+35%) y servicios de transporte (9,6%). Preocupa especialmente al aumento de precios al productor, (+27,1% en noviembre, +25,3% en octubre), ya que es de esperar que esas subidas se trasladen a los productos finales.

El gobierno de M. Draghi deberá aprovechar la ventana que ofrecen los fondos europeos de recuperación para avanzar en las reformas que consigan solucionar el bajo crecimiento endémico de la economía italiana; de hecho, son condiciones puestas por la Unión Europea para la recepción de los fondos. La reforma fiscal, la de justicia, la de las administraciones públicas y la de los registros catastrales, son algunas de las áreas en las que está trabajando, pero que deberán ser seguidas por los siguientes gobiernos.

Italia

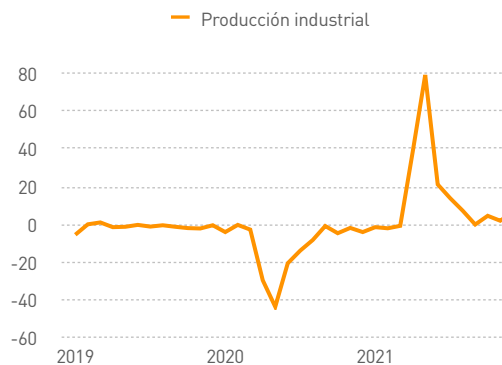
- Se espera que las elecciones presidenciales de 2022 no traigan inestabilidad política.
- Preocupa la inflación, por los precios de la energía que están afectando especialmente a los precios al productor
- Los fondos de la Unión Europea, las reformas, la recuperación de la inversión y exportaciones, y el control de la pandemia, elementos clave para la continuidad de la recuperación.
- Se prevé que el PIB italiano crezca en el entorno del 4,4% en 2022 y del 2,5% en 2023.

Gráfica 1.2.5-a
Italia: PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.5-b
Italia: producción industrial (% a/a)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de ISTAT)

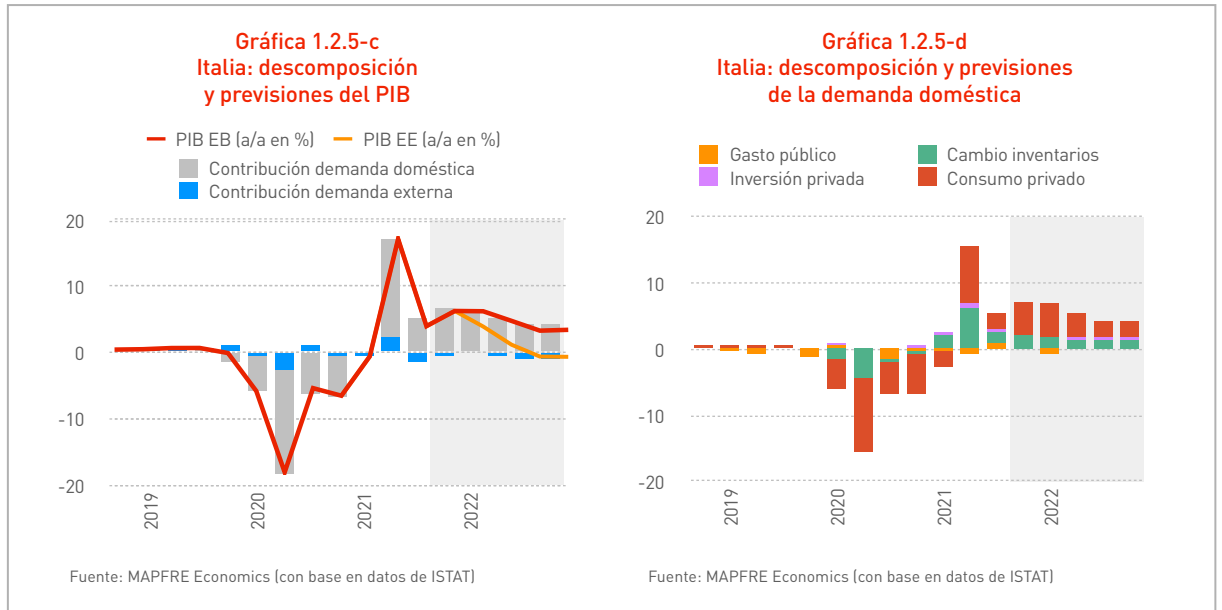


Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

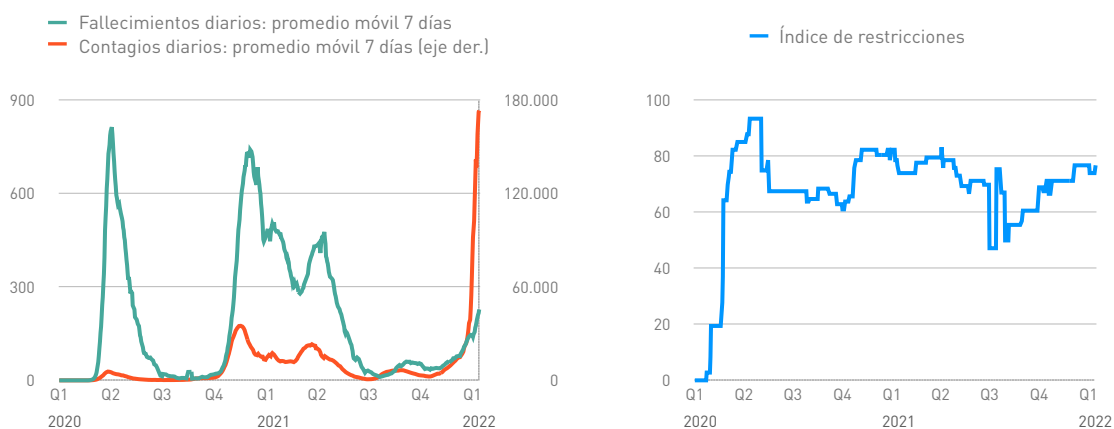
	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)	
PIB (% a/a)	1,7	0,8	0,4	-9,0	6,3	4,4	2,5	0,9	2,0	
Contribución de la demanda doméstica	1,7	1,1	-0,3	-8,3	6,3	5,0	2,8	1,4	2,2	
Contribución de la demanda externa	0,0	-0,3	0,7	-0,7	0,0	-0,6	-0,3	-0,5	-0,2	
Contribución del consumo privado	0,9	0,6	0,1	-6,4	3,1	3,5	2,0	1,0	1,8	
Contribución de la inversión total	0,6	0,5	0,1	-1,7	3,2	1,3	0,6	0,3	0,1	
Contribución del gasto público	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,1	0,3	0,1	
Consumo privado (% a/a)	1,5	1,0	0,2	-10,8	5,3	5,9	3,3	1,7	2,9	
Gasto público (% a/a)	-0,1	0,1	-0,5	1,9	1,0	1,3	0,6	1,3	0,6	
Inversión total (% a/a)	3,4	2,9	0,7	-9,4	16,1	6,7	2,8	1,4	0,6	
Exportaciones (% a/a)	6,0	1,6	1,8	-14,7	12,8	7,1	3,5	3,3	2,6	
Importaciones (% a/a)	6,5	2,8	-0,5	-13,4	13,9	9,6	4,7	5,3	3,4	
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,0	10,6	9,8	9,8	9,2	9,2	8,9	10,2	9,6	
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,9	1,1	0,5	-0,2	3,5	1,3	0,4	2,2	-0,2	
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-2,2	-1,5	-9,6	-9,4	-5,6	-4,3	-7,3	-6,3	
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	1,4	1,9	-6,1	-6,2	-2,6	-1,4	-4,1	-3,1	
Balance comercial (% PIB)	3,1	2,6	3,4	4,1	3,3	1,4	2,1	1,3	2,2	
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,6	2,6	3,3	3,8	3,1	1,5	1,7	1,4	1,8	
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,33	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	-0,51	-0,46	-0,55	-0,51	
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,00	2,77	1,43	0,52	1,19	1,76	2,33	3,27	3,47	
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,20	1,15	1,12	1,23	1,13	1,18	1,20	1,14	1,18	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito familias (% a/a, media)	1,2	1,8	2,2	1,2	3,5	5,5	5,4	4,5	3,7	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	-3,0	-0,5	-0,7	2,8	0,0	1,0	2,9	-5,0	0,4	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-13,2	25,1	-5,8	-10,9	22,1	-1,0	-1,8	-3,7	-2,4	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	9,7	9,6	9,5	17,0	14,1	9,3	8,7	11,6	10,8	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

Gráfica 1.2.5-e

Italia: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



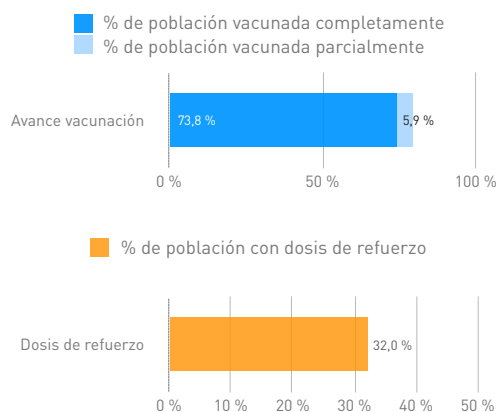
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

En el terreno político, Italia tendrá elecciones presidenciales el 24 de enero y elecciones legislativas para la primavera de 2023. Mario Draghi es candidato a la presidencia, pero el escenario central no es que sea elegido; en este caso, no tendrá necesariamente que haber elecciones anticipadas, pero también hay que considerar esa posibilidad.

A nivel riesgos, los altos precios de la energía, se esperan que remitan, pero mientras no lo hagan seguirán poniendo en tensión a la

inflación. Asimismo, aumenta la preocupación sobre la posibilidad de que se estén anclando subidas de precios en otros productos, particularmente porque los precios al productor están especialmente altos. Un adecuado diseño de la política energética de largo plazo, y una reducción de las dependencias del exterior son fundamentales para evitar la repetición de episodios de los repentes de precios como el que se está viviendo. Las preocupaciones por la pandemia también parecen no dar tregua y podrían volver a obligar a nuevos cierres, o bien a un aumento en las restricciones a la movilidad de carácter más permanente.

Gráfica 1.2.5-f
Italia: evolución de la vacunación contra el Covid-19



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

El número de contagios producidos por la variante Ómicron ha alcanzado niveles muy superiores a los observados en las olas previas, sin que se haya registrado todavía un aumento correlativo de los fallecimientos, en buena medida gracias al avance de los programas de vacunación que, en el caso de Italia, alcanzan al 79,7% de la población con al menos una dosis, y al 32,0% con la dosis de refuerzo (véanse las Gráficas 1.2.5-e y 1.2.5-f). Por último, a nivel de estabilidad política, las elecciones presidenciales a principios de 2022 podrán generar turbulencias y tener implicaciones en la estabilidad del gobierno.

1.2.6 Reino Unido

Con la inflación subiendo, el Banco de Inglaterra ha iniciado las subidas de tipos de interés.

El Reino Unido alcanzará un nivel de actividad pre-pandémico en el primer trimestre de 2022, pero la recuperación no habrá sido uniforme. El consumo privado no se ha recuperado del todo, con la movilidad estancándose entre un -20% (desplazamientos al trabajo) y -10% (en comercios). Las exportaciones tampoco se han recuperado (-20% por debajo), tanto por los problemas de las cadenas de suministro, como por los relacionados con las consecuencias económicas del Brexit. La inversión empresarial también está un -5% por debajo del nivel de 2019. El PIB del tercer trimestre de 2021 mostró una clara desaceleración, con un crecimiento del 1,1% t/t, comparado con el 5,4% t/t del segundo trimestre. Las cifras interanuales tienen menor significación por los efectos de base que las distorsionan, pero han sido de 6,8% a/a en el tercer trimestre, contra el 24,2% a/a en el trimestre previo. El consumo creció 2,7% t/t, el gasto del gobierno -0,5% t/t, la inversión -0,9% t/t, las exportaciones -3,5% t/t, y las importaciones +1,1% t/t.

Los problemas logísticos que se arrastran de anteriores trimestres no se han solucionado, las tensiones en las cadenas de suministro continúan afectando especialmente la fabricación de automóviles por la falta de

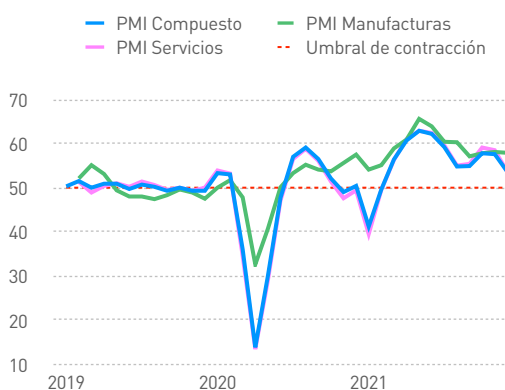
Reino Unido

- La inflación general en noviembre se situó en 5,1%, con la subyacente en 4,0%.
- Se está viendo ya una desaceleración en el consumo en general y en las exportaciones, que se acelerará si las condiciones financieras se endurecen.
- Los altos precios de la energía y los problemas en la cadena logística están contribuyendo a la desaceleración.
- Se prevé un crecimiento de la economía del Reino Unido del 4,4% en 2022 y del 2,8% en 2023.

semiconductores. Las ventas al por menor se recuperaron en noviembre (+2,7%), y las matriculaciones de vehículos en diciembre han sido un -18% inferiores al año anterior. La confianza del consumidor (GfK) sigue muy baja, en -15 (diciembre), en negativo desde abril 2016. Los índices de gestores de compras (PMIs) de diciembre empeoraron, con el compuesto en 53,6, el manufacturero en 57,9 el y el de servicios en 53,6 puntos (véanse las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b).

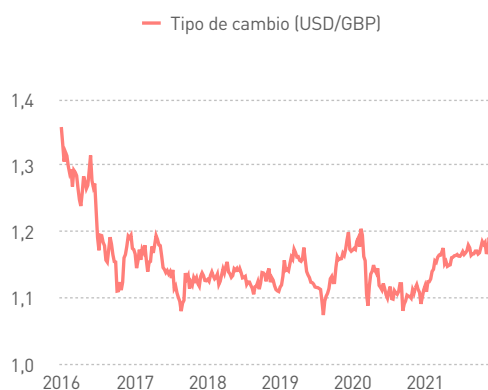
En lo que se refiere a la evolución de la pandemia, como en el resto de los países europeos, la variante Ómicron ha generado una nueva ola de contagios, muy superior a las registradas anteriormente, la cual ha implicado la reinstalación solo marginal de algunas restricciones a la actividad. De igual forma, esta nueva ola no ha venido acompañada por un aumento correlativo en los fallecimientos, en

Gráfica 1.2.6-a
Reino Unido: PMIs



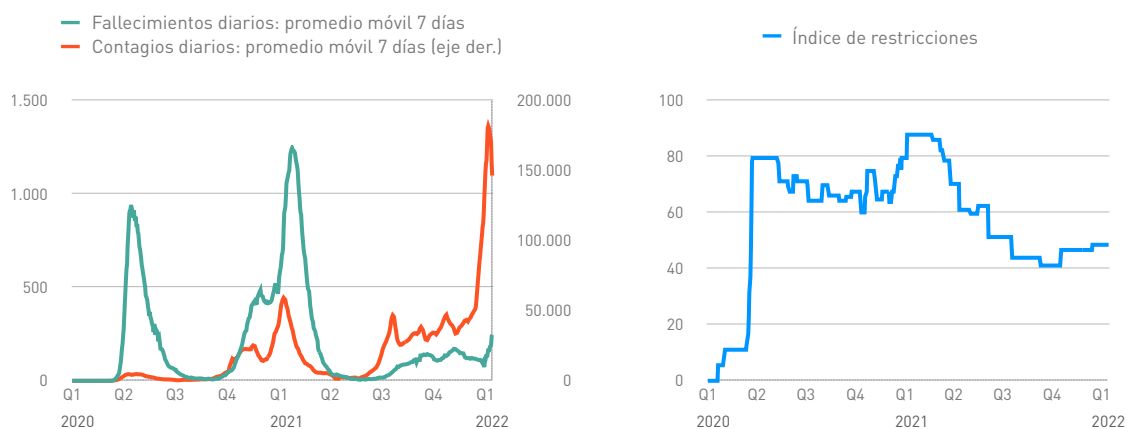
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.6-b
Reino Unido: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.6-c
Reino Unido: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

buena medida gracias al avance en los programas de vacunación, que alcanzan al 75,7% de la población con al menos una dosis, y al 49,2% con el refuerzo respectivo (véanse las Gráficas 1.2.6-c y 1.2.6-d).

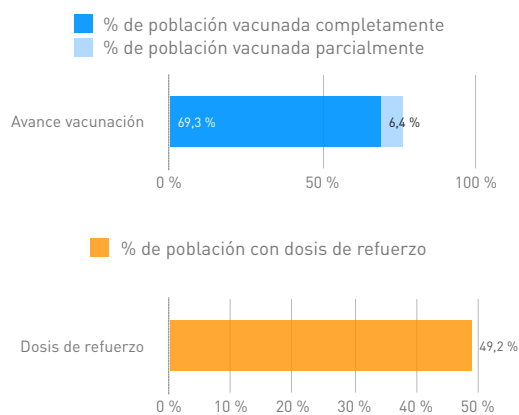
En este contexto, nuestra estimación de crecimiento del PIB del Reino Unido se situaría en el entorno del 4,4% para 2022 y del 2,8% para 2023. El 2021, la economía de ese país posiblemente habrá terminado con un

crecimiento del 7,0% (véanse la Tabla 1.2.6, así como las Gráficas 1.2.6-e y 1.2.6-f).

Por otra parte, la inflación continúa presionando al alza (5,1% en noviembre) y con la subyacente en 4,0%. Las rúbricas que más suben son la energía (+23,2%), vehículos (+13,5%), especialmente los de segunda mano (+27,1%), y los servicios de transporte +7,5%. El Banco de Inglaterra, en su reunión en diciembre, subió los tipos de interés en 15 pbs, hasta 0,25%, y decidió mantener el *stock* de compras de bonos corporativos no financieros con grado de inversión en libras esterlinas, financiado por la emisión de reservas del banco central, en 20.000 millones de libras. El comité también decidió mantener el *stock* de compras de bonos del Estado, financiado por la emisión de reservas del banco central, en 875.000 millones de libras, por lo que el objetivo total de compras de activos es de 895.000 millones de libras. El comité sigue considerando que existen riesgos tanto al alza como a la baja para la inflación a medio plazo, y que probablemente será necesario un ligero endurecimiento de la política monetaria durante el período previsto para alcanzar el objetivo de inflación del 2% de forma sostenible. El comité evaluará el equilibrio de los riesgos para la inflación a medio plazo a la luz de los datos pertinentes que vayan apareciendo.

De esta forma, los riesgos para la economía del Reino Unido se acumulan: los problemas con las cadenas de distribución, la falta de

Gráfica 1.2.6-d
Reino Unido: evolución de la vacunación contra el Covid-19



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

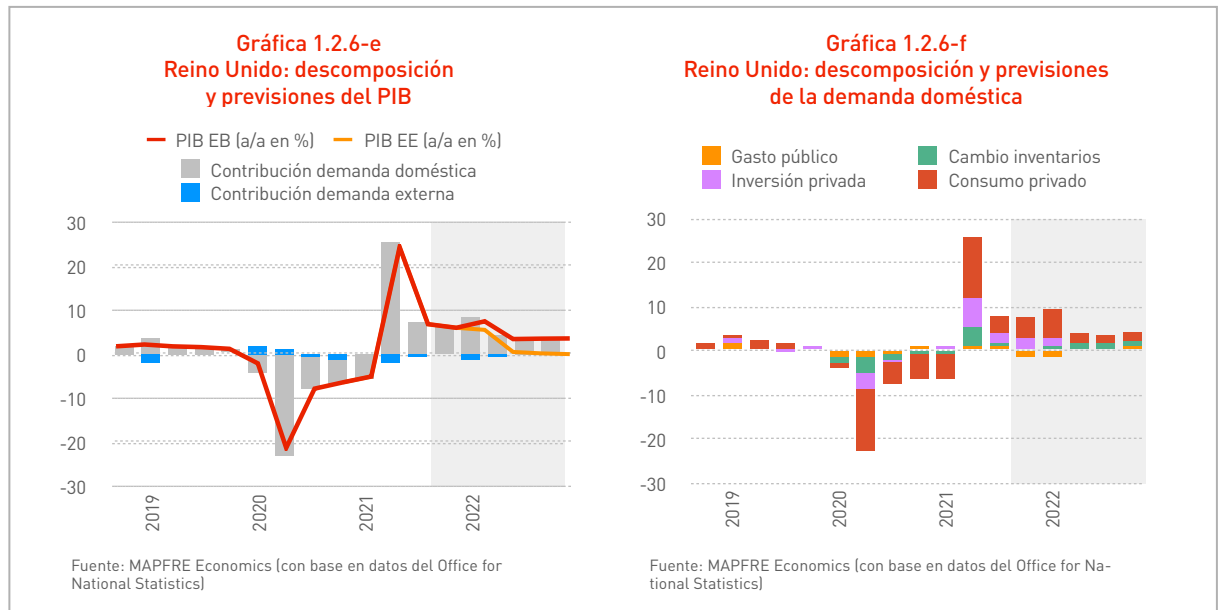


Tabla 1.2.6
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	2,1	1,7	1,7	-9,4	7,0	4,4	2,8	1,5	1,9
Contribución de la demanda doméstica	1,9	0,9	1,9	-9,8	8,1	6,5	3,9	1,7	1,8
Contribución de la demanda externa	0,3	0,8	-0,2	0,4	-1,1	-2,1	-1,1	-0,2	0,1
Contribución del consumo privado	1,0	1,3	0,8	-6,4	3,5	3,5	1,6	1,0	1,0
Contribución de la inversión total	0,6	0,0	0,1	-1,7	1,5	2,2	1,3	0,6	0,3
Contribución del gasto público	0,1	0,1	0,8	-1,1	3,1	0,8	0,3	0,2	0,3
Consumo privado (% a/a)	1,6	2,1	1,2	-10,5	5,6	5,3	2,7	1,6	1,6
Gasto público (% a/a)	0,6	0,4	4,2	-5,4	14,9	0,9	1,4	0,9	1,4
Inversión total (% a/a)	3,3	-0,1	0,5	-9,4	6,1	7,3	3,9	3,2	1,6
Exportaciones (% a/a)	5,7	2,8	3,4	-13,9	-1,2	8,0	4,3	5,1	3,4
Importaciones (% a/a)	2,9	3,1	2,9	-15,9	3,2	7,5	4,4	4,1	2,9
Tasa de paro (%; último trimestre)	4,4	4,0	3,8	5,2	4,3	4,1	3,9	5,2	4,9
Inflación (% a/a; último trimestre)	2,7	2,0	1,3	0,8	4,8	2,6	1,7	3,7	2,7
Balance fiscal (% PIB)	-2,4	-2,2	-2,3	-13,0	-9,0	-4,2	-2,3	-5,2	-3,7
Balance fiscal primario (% PIB)	0,4	0,4	0,0	-11,0	-6,3	-0,7	0,3	-1,6	-1,1
Balance comercial (% PIB)	-6,7	-6,5	-6,1	-6,1	-7,0	-6,4	-6,2	-6,5	-6,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,6	-3,9	-2,7	-2,7	-3,0	-3,2	-3,0	-3,2	-2,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	0,75	0,75	0,10	0,25	0,75	1,00	0,36	0,72
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,52	0,91	0,79	0,03	0,26	0,82	1,10	0,36	0,79
Tipo de interés a 10 años (final período)	1,19	1,27	0,83	0,20	0,97	1,57	2,11	2,27	2,71
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,35	1,28	1,32	1,36	1,35	1,42	1,43	1,37	1,40
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,13	1,11	1,18	1,11	1,19	1,20	1,19	1,20	1,19
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4,0	3,1	2,1	2,9	3,5	3,3	4,6	3,1	3,7
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	9,4	2,7	1,6	5,6	-1,3	1,6	2,2	1,5	1,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,5	5,5	2,2	9,0	-5,6	6,4	4,9	7,2	7,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	4,8	4,8	4,6	13,8	11,0	7,0	7,5	8,6	8,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

componentes para la fabricación automóbil, y la subida de los combustibles, gas y la electricidad. La inflación parece que se está anclando y el Banco de Inglaterra prevé que será necesario subir de tipos de interés próximamente. Si la inflación se ancla, el subsecuente endurecimiento de las condiciones financieras propiciará una desaceleración de la actividad económica.

1.2.7 Japón

Las elecciones generales de octubre dieron mayoría a la coalición gobernante.

La economía japonesa creció un 1,2% a/a (-0,9% t/t) en el tercer trimestre del 2021, lo que significa que ha venido perdiendo impulso. El consumo subió solamente un 0,7% a/a, y el consumo del gobierno 0,3%. Por su parte, las exportaciones crecieron en noviembre un 4,7% interanual y las importaciones un 6,1%. Las ventas al por menor de noviembre crecieron un 1,9%, la confianza de los consumidores ha vuelto a bajar al 38,9, en tanto que las ventas de coches siguen un -10% por debajo del año anterior. La producción industrial, que caía hasta octubre por los problemas en las cadenas de suministro, en noviembre repuntó (+5,4%), con la producción de vehículos cayendo un -38,4% interanual en octubre.

La nueva variante del Covid-19 ("Ómicron") ha elevado el número de contagios en Japón,

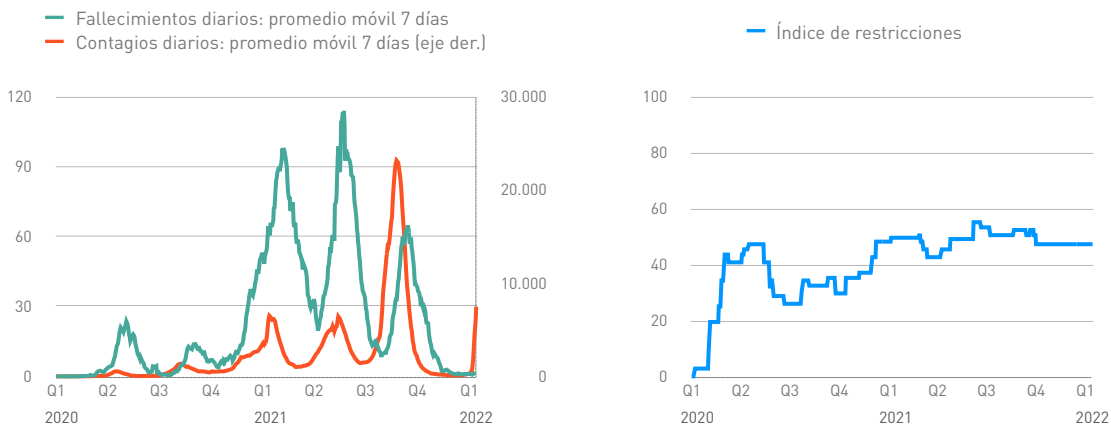
aunque aún por debajo de las cifras alcanzadas en la ola previa. A pesar de ello, las restricciones a la actividad prácticamente no han cedido, manteniendo el índice de restricciones en los mismos niveles que ha tenido durante 2021. Como ha ocurrido en prácticamente todo el mundo, el aumento en el número de contagios no se ha visto reflejado en un aumento de los fallecimientos, gracias al efecto positivo de las vacunas, las cuales alcanzan ya al 79,5% de la población (con al menos una dosis), aunque el proceso de vacunación de refuerzo ha sido limitado, con solo el 0,4% de la población vacunada (véanse las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b).

En este marco, los indicadores prospectivos (PMIs) empeoran en diciembre, con el compuesto en 52,5, el manufacturero en 54,3 el de servicios en 52,1 puntos (véase la Gráfica 1.2.7-e). Asimismo, las encuestas de condiciones

Japón

- La actividad se desacelera por una moderación del consumo.
- La producción industrial rebotaba en noviembre 5,4%, pero la venta de vehículos sigue -10% por debajo del año anterior.
- La inflación subió al 0,6% en noviembre, aunque la subyacente sigue en terreno negativo (-1,2%).
- Se espera un crecimiento económico en 2022 del 3,2%, seguido de 1,7% en 2023.

Gráfica 1.2.7-a
Japón: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

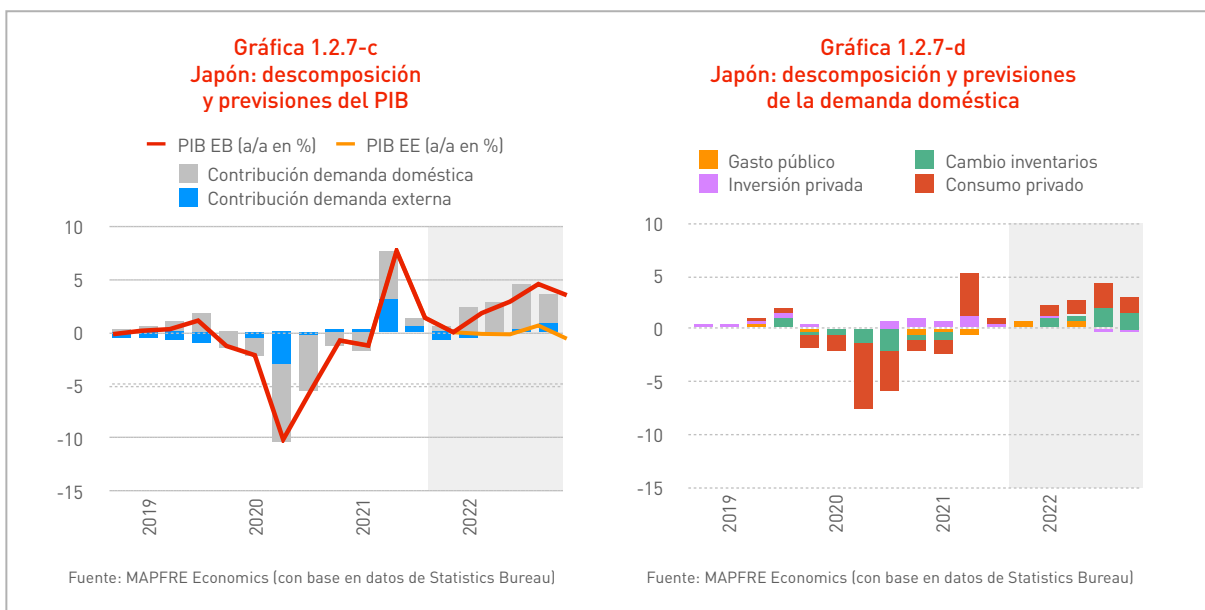


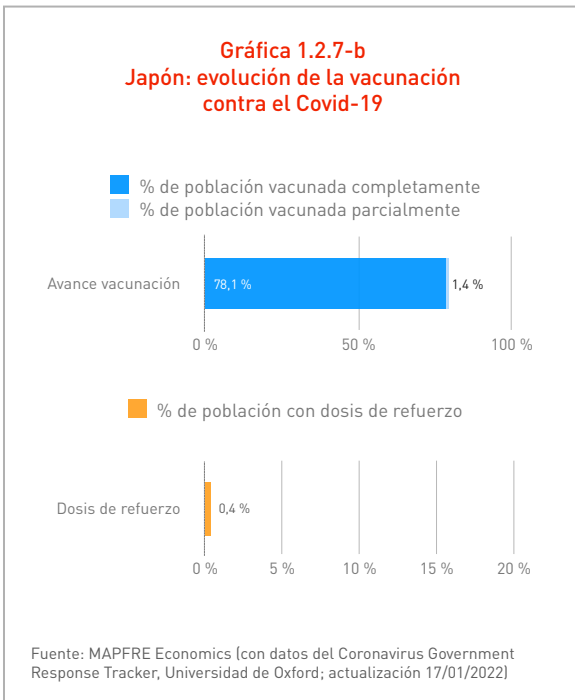
Tabla 1.2.7
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	1,7	0,6	0,0	-4,7	1,8	3,2	1,7	-0,1	1,1
Contribución de la demanda doméstica	1,2	0,5	0,5	-3,9	1,0	2,9	1,3	-0,2	0,6
Contribución de la demanda externa	0,5	0,0	-0,5	-0,8	0,8	0,2	0,5	0,1	0,5
Contribución del consumo privado	0,6	0,1	-0,1	-3,2	0,6	1,5	0,7	0,0	0,3
Contribución de la inversión total	0,4	0,1	0,2	-1,1	-0,2	1,1	0,7	0,0	0,1
Contribución del gasto público	0,0	0,2	0,4	0,6	0,6	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Consumo privado (% a/a)	1,1	0,2	-0,2	-5,9	1,2	2,9	1,3	0,0	0,6
Gasto público (% a/a)	0,1	1,0	1,9	2,8	2,7	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5
Inversión total (% a/a)	1,7	0,2	0,8	-4,3	-0,6	4,5	2,8	-0,1	0,5
Exportaciones (% a/a)	6,6	3,8	-1,5	-11,8	10,9	7,7	4,6	3,0	4,1
Importaciones (% a/a)	3,3	3,8	1,1	-7,3	5,7	6,4	2,4	2,6	1,6
Tasa de paro (% último trimestre)	2,7	2,4	2,3	3,0	2,8	2,4	2,3	3,3	2,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,6	0,9	0,5	-0,9	0,6	0,1	0,2	0,1	-0,2
Balance fiscal (% PIB)	-3,1	-2,5	-2,9	-9,3	-8,5	-6,5	-4,7	-7,7	-6,6
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	0,9	0,2	0,0	0,6	0,3	0,1	0,6	-0,1	0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	4,2	3,5	3,4	2,9	2,8	2,8	3,6	2,8	3,7
Tipo de interés oficial (final período)	-0,06	-0,06	-0,07	-0,03	-0,02	-0,05	-0,05	-0,05	-0,02
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,02	-0,07	-0,05	-0,08	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	-0,03
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,05	0,01	-0,02	0,04	0,09	0,05	0,01	0,38	0,30
Tipo de cambio vs USD (final período)	112,90	110,83	109,12	103,54	115,00	112,11	109,02	109,14	106,81
Tipo de cambio vs Euro (final período)	135,40	126,90	122,59	127,05	130,25	132,29	131,19	124,16	126,06
Crédito privado (% a/a, media)	4,2	2,6	2,0	5,3	3,2	1,9	0,4	-1,0	-1,2
Crédito familias (% a/a, media)	2,2	2,5	2,3	2,4	2,1	0,8	0,8	-0,1	-0,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	2,4	2,3	3,4	8,1	3,2	-1,1	-0,4	-1,2	-0,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	8,0	6,3	2,9	17,0	5,0	-8,7	-3,3	-8,4	-2,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	1,6	1,7	2,7	10,5	7,2	3,1	2,2	4,3	2,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

Gráfica 1.2.7-b
Japón: evolución de la vacunación
contra el Covid-19



de negocio Tankan mejoran, pero siguen por debajo de los niveles de 2019. De esta forma, esperamos un crecimiento del PIB en Japón en el entorno del 3,2% en 2022, seguido de uno del 1,7% en 2023 (véanse la Tabla 1.2.7, así como las Gráficas 1.2.7-c y 1.2.7-d).

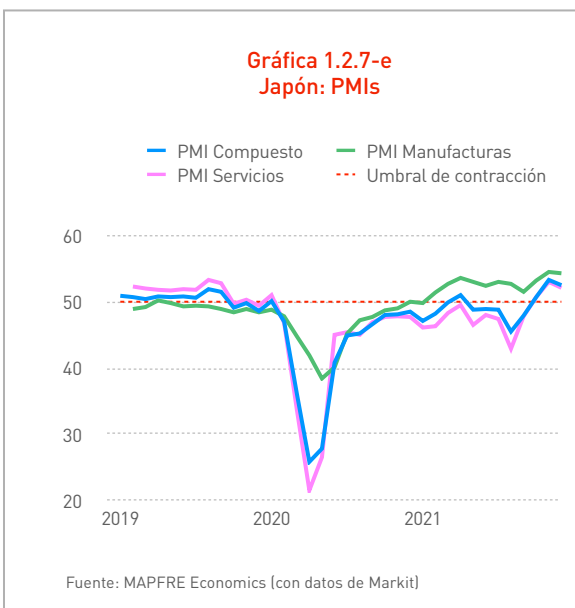
Por otra parte, la inflación se ha situado en 0,6% en noviembre, con la subyacente en -1,2%. Los niveles de inflación son mucho menores que en otras economías desarrolladas, pero, por otra parte, con el contexto de precios de la energía subiendo, las expectativas de in-

flación apuntan a una subida en los siguientes meses. Aunque los costes energéticos tengan características transitorias, en otros componentes hay indicios de que la subida de precios se puede ampliar, como se observa en el IPC sin alimentos frescos. El Banco de Japón, en su reunión de diciembre, mantuvo los tipos de interés en negativo en -0,10%. El banco continuará con la flexibilización monetaria cuantitativa y cualitativa y con control de la curva de rendimientos, a fin de alcanzar el objetivo de estabilidad de precios del 2%, siempre que sea necesario para mantener ese objetivo de forma estable (véase la Gráfica 1.2.7-f).

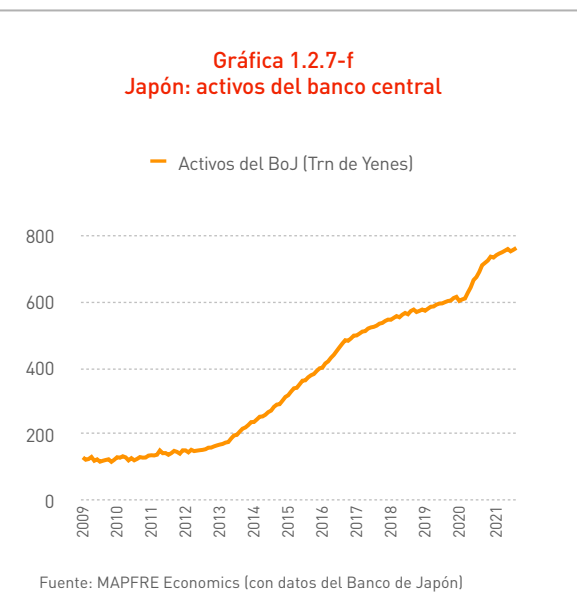
En este momento, los principales riesgos para la economía japonesa siguen siendo una recuperación lenta de las actividades de servicios, porque no se han normalizado del todo, y los problemas en la cadena de suministro para la producción industrial en automóviles, electrónica y otras, afectando por tanto al consumo interno y las exportaciones.

En el terreno político, las elecciones generales celebradas el 31 de octubre dieron a la coalición gobernante, formada por el Partido Liberal Democrático (PLD) y el partido Komeito, una cómoda mayoría. Esto permitirá a la coalición seguir en el poder en un futuro próximo. El primer ministro Fumio Kishida, que asumió el cargo en septiembre, ha salido fortalecido, lo que probablemente le permitirá seguir con sus objetivos de reforma.

Gráfica 1.2.7-e
Japón: PMIs



Gráfica 1.2.7-f
Japón: activos del banco central



1.2.8 Turquía

La política de bajar tipos de interés a contracorriente ha hecho a la moneda perder un 79% en 2021.

El Banco Central de Turquía ha bajado los tipos de interés en 100 pbs en diciembre, hasta el 14%, una maniobra contraintuitiva ya que la inflación se mantiene alta (36%), pero a la vez procurada y demandada por el gobierno de Erdogan. A pesar de que esto ha debilitado la moneda, la estrategia es favorecer la inversión y consumo internos (véanse las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b). La decisión se justifica porque los particulares no tienen mucha exposición a moneda extranjera y solo las empresas exportadoras (más cubiertas) tienen una exposición significativa al tipo de cambio. La apuesta es arriesgada, ya que, con una inflación alta y creciente en el resto del mundo, el coste de sus importaciones se va a disparar. Ni el banco central ni el tesoro han intentado intervenir el mercado de cambio; es una apuesta por una moneda débil, pero los tipos de interés favorecerán el consumo y la inversión internas. El gobierno cree que esta estrategia puede favorecer la mejora de su balanza por cuenta corriente, que es un factor estabilizador de la moneda. Esta estrategia de desmarque con respecto a las demás monedas tiene riesgos, por lo que dentro de poco se verá si ha tenido éxito o no. En cualquier caso, es posible que el banco central tenga que volver a

Turquía

- La inflación acelera en diciembre (36,1%) por la depreciación de la moneda que pierde un 79% en 2021.
- El banco central redujo los tipos en diciembre 100 puntos básicos, al 14,0%.
- La apuesta por bajos tipos de interés y moneda depreciada tiene riesgos para la inversión y estabilidad financiera.
- Se prevé un crecimiento de la economía turca del 2,8% en 2022 y en 2023.

subir tipos rápidamente si se observan riesgos para la estabilidad financiera.

Por lo que se refiere a la evolución de la pandemia, la nueva variante "Ómicron" ha traído consigo un aumento de contagios, el cual, sin embargo, se sitúa aún por debajo del mayor observado en la ola de finales de 2020, en tanto que el índice de restricciones ha venido disminuyendo desde el último trimestre de 2021. Los fallecimientos, por su parte, no se han elevado, presentando una tendencia decreciente desde finales del tercer trimestre de 2021. El proceso de vacunación, aunque por debajo de los principales países desarrollados, ha sido relativamente exitoso, con un 66,8% de población con al menos una dosis, y el 26,7% con el refuerzo respectivo (véanse las Gráficas 1.2.8-c y 1.2.8-d).

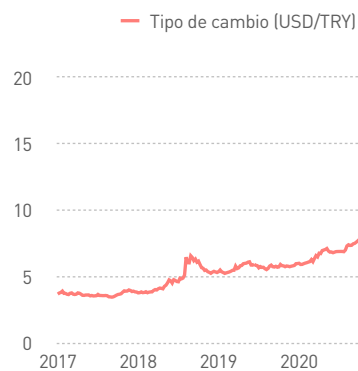
En este contexto, el PIB del tercer trimestre de 2021 creció un 2,7% t/t y 7,8% a/a (ajustado de

Gráfica 1.2.8-a
Turquía: inflación y tipos de interés



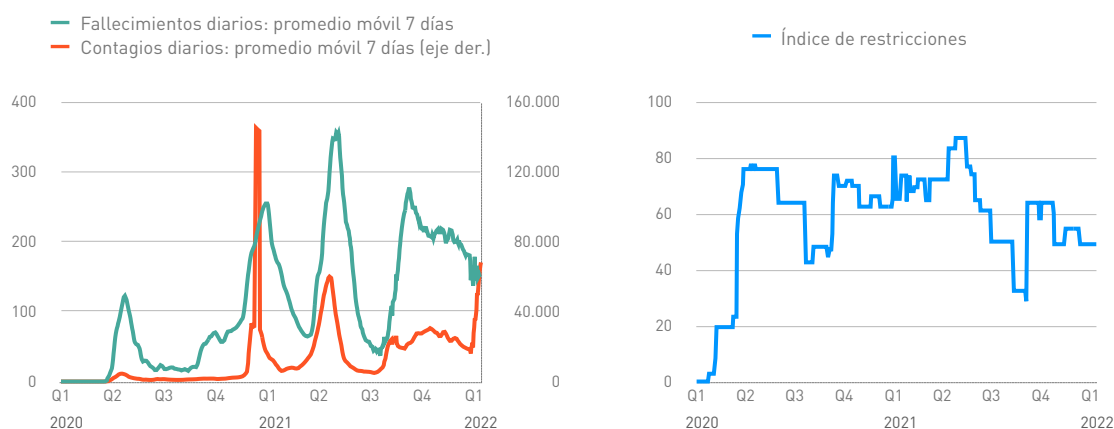
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del CBRT)

Gráfica 1.2.8-b
Turquía: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del CBRT)

Gráfica 1.2.8-c
Turquía: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

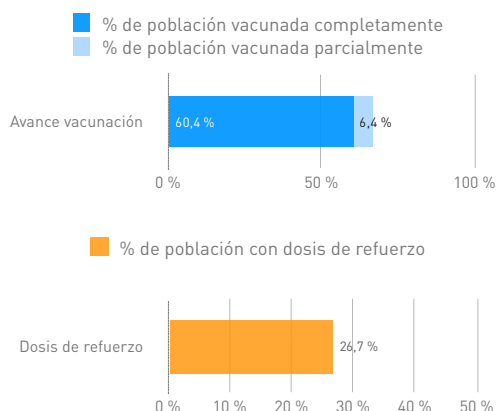
estacionalidad). El consumo privado y las exportaciones se han comportado bien en el tercer trimestre, el consumo creciendo un 9,1% a/a y un 9,6% a/a (no ajustado), y las exportaciones un 25,6%, con lo que estimamos que el 2021 deberá terminar con un crecimiento cercano al 10,0%.

Para 2022 el escenario puede cambiar rápidamente. Con la depreciación de moneda que se ha verificado y la inflación superior al 30%, hay muchos parámetros que pueden verse afectados, especialmente el sector exterior

(exportaciones e importaciones) y la inversión, aunque también el consumo por el efecto de pérdida de poder adquisitivo por la inflación y encarecimiento de las importaciones. La encuesta a los gestores de compras en el sector manufacturero (PMI), se situó en 51,2 puntos en diciembre, y la encuesta de sentimiento económico se está moderando (97,6). Asimismo, la encuesta a las ventas al por menor esperadas para los próximos 3 meses está estable, pero la confianza del consumidor empeora (66,7). De esta forma, se prevé que el PIB de Turquía crezca en el entorno del 2,8%, tanto en 2022 como en 2023 (véanse la Tabla 1.2.8, así como las Gráficas 1.2.8-e y 1.2.8-f).

Como se indicaba antes, la inflación ha vuelto a subir en diciembre al 36,1% a/a, con aceleración en el mes (13,6% m/m) y con la subyacente en 31,9%, en gran medida provocado por la depreciación de la moneda. Por componentes (datos de noviembre), destacan: alimentos (+27,1%), vivienda (+23,8%), electricidad (+22,1%) y transporte (+22,7%), con los precios de los automóviles subiendo un +14,6%. En la reunión de diciembre, el Banco Central de Turquía ha vuelto a rebajar en 100 pbs los tipos de interés (Repo a 1 semana), al 14,0%. El banco cree que tipos más bajos ayudarán a reducir la inflación, aunque por ahora se sitúa bastante lejos del objetivo del 5% a medio plazo. Según el comunicado del comité de política monetaria, "la estabilidad del nivel general de precios

Gráfica 1.2.8-d
Turquía: evolución de la vacunación contra el Covid-19



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

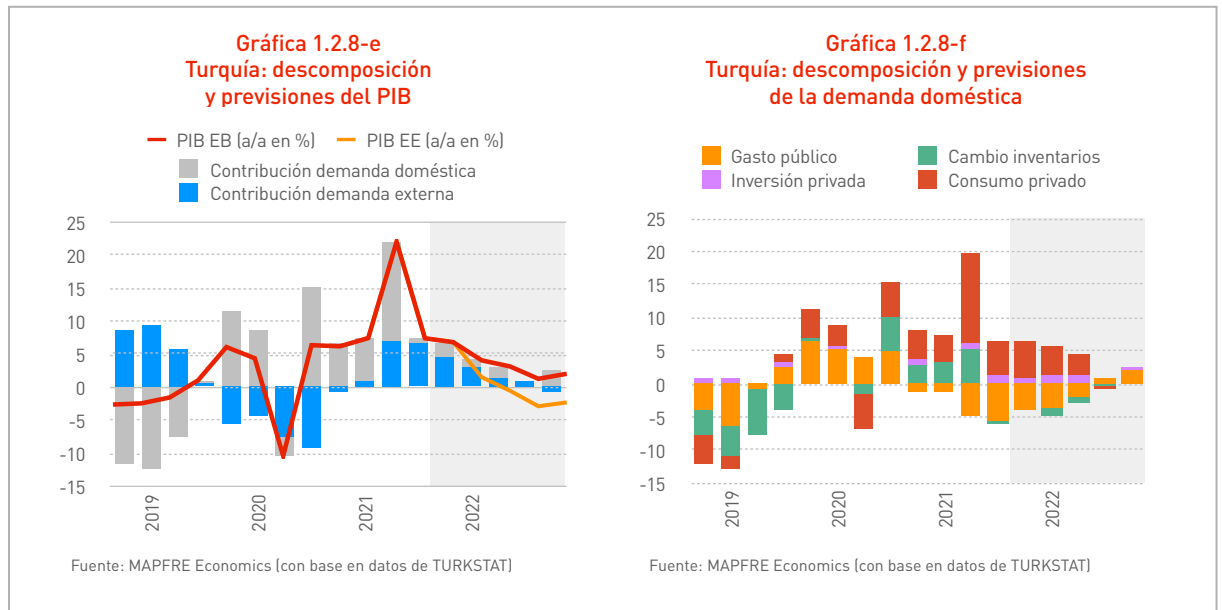


Tabla 1.2.8
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)	
PIB (% a/a)	7,5	3,0	0,9	1,8	10,0	2,8	2,8	-1,2	1,6	
Contribución de la demanda doméstica	7,2	-0,6	-1,4	7,5	5,1	1,6	3,0	-2,5	1,8	
Contribución de la demanda externa	0,3	3,5	2,3	-5,7	4,9	1,2	-0,1	1,3	-0,2	
Contribución del consumo privado	3,5	0,3	0,9	1,9	3,0	1,6	1,4	-1,0	0,9	
Contribución de la inversión total	2,4	-0,1	-3,1	1,9	1,4	-0,6	0,8	-1,6	0,2	
Contribución del gasto público	0,7	0,9	0,6	0,3	0,7	0,6	0,3	0,7	0,3	
Consumo privado (% a/a)	5,9	0,6	1,5	3,2	11,7	2,9	2,4	-1,7	1,5	
Gasto público (% a/a)	5,0	6,5	4,1	2,2	5,2	4,5	2,0	4,5	2,0	
Inversión total (% a/a)	8,3	-0,2	-12,4	7,2	6,4	-2,5	3,3	-6,9	0,8	
Exportaciones (% a/a)	12,4	8,8	4,6	-14,8	22,4	9,4	3,4	6,5	2,2	
Importaciones (% a/a)	10,6	-6,2	-5,4	7,6	-0,6	5,4	4,8	1,2	3,8	
Tasa de paro (%; último trimestre)	10,3	12,3	13,3	12,9	11,9	11,6	10,5	12,5	11,3	
Inflación (% a/a; último trimestre)	11,9	20,3	11,8	14,6	36,1	31,6	13,1	34,8	12,5	
Balance fiscal (% PIB)	-1,6	-1,9	-2,9	-3,5	-1,2	-1,7	-1,4	-2,1	-2,4	
Balance fiscal primario (% PIB)	0,2	0,0	-0,6	-0,8	1,7	1,2	1,2	0,8	0,3	
Balance comercial (% PIB)	-6,8	-5,2	-2,2	-5,3	-3,7	-5,0	-5,2	-5,3	-5,2	
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,7	-2,8	0,7	-5,0	-2,4	-2,7	-2,4	-2,7	-2,1	
Tipo de interés oficial (final período)	12,75	24,06	11,43	17,03	14,00	14,00	12,25	10,25	10,86	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	14,61	24,07	10,76	17,53	15,63	15,37	13,47	11,58	11,89	
Tipo de interés a 10 años (final período)	11,72	16,53	11,95	12,51	22,99	18,64	14,79	17,62	14,19	
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,79	5,29	5,95	7,44	13,32	13,86	14,63	15,66	15,54	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,55	6,06	6,68	9,11	15,23	16,36	17,61	17,81	18,34	
Crédito privado (% a/a, media)	20,9	20,2	8,4	30,1	25,9	35,1	10,2	37,2	8,7	
Crédito familias (% a/a, media)	17,5	9,8	3,3	41,8	18,2	8,2	10,9	10,8	10,9	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	21,8	18,2	5,5	29,0	14,3	8,1	15,9	2,3	12,0	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	27,2	25,1	18,3	21,2	28,0	37,6	18,6	34,5	17,1	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	32,3	32,0	30,4	21,0	25,3	19,7	16,7	20,3	17,1	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

fomentará la estabilidad macroeconómica y la estabilidad financiera a través de la caída de la prima de riesgo del país, la continuación de la inversión en moneda local, y la disminución duradera de los costes de financiación”.

Los riesgos para la economía han aumentado. La apuesta por tipos reales bajos y moneda depreciada puede tener muchas contraindicaciones. Esta estrategia ya se ha utilizado en el pasado y existen riesgos elevados. Hay dudas respecto a si el impulso para las exportaciones compensará las dificultades que se crean para la financiación externa y las importaciones. El banco central podría tener que volver a subir tipos si ve que se desestabilizan los mercados financieros.

1.2.9 México

El ritmo de crecimiento se desacelera por la inflación y las dificultades de la cadena de suministro.

A partir del inicio de 2022, el número de contagios producidos por la nueva variante del Covid-19 (“Ómicron”) se ha venido elevando de manera importante en México, superando los niveles más altos registrados en los momentos previos de la pandemia. Como en la mayor parte de los países, este crecimiento de los contagios no se ha reflejado por el momento en un aumento de los fallecimientos, con lo que el índice de restricciones se mantiene relativamente bajo y

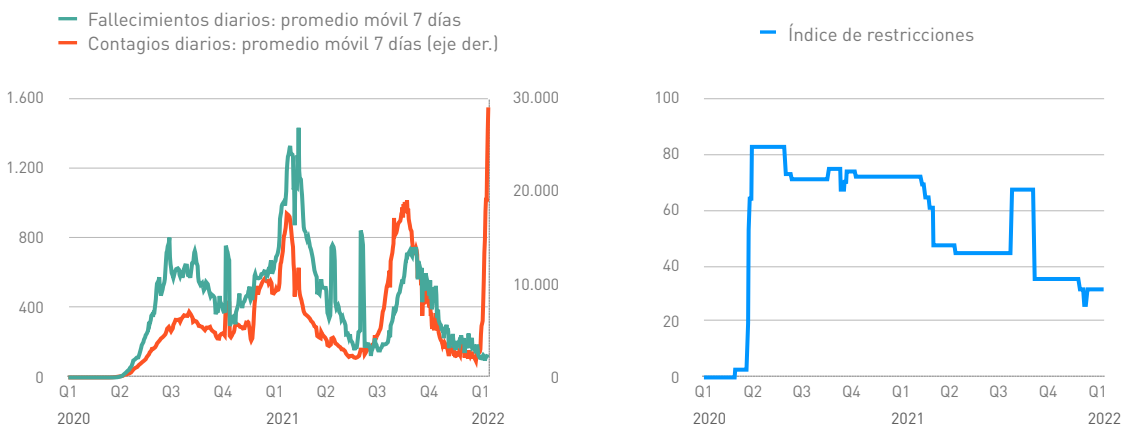
México

- Las exportaciones del petróleo han retomado niveles previos a la crisis, aunque el gobierno ha anunciado su intención de reducirlas en el futuro.
- El consumo privado se ha venido recuperando, pero sin alcanzar los niveles previos a la pandemia, en tanto que la inversión no muestra aún signos de recuperación.
- La inflación alcanzó 7,4% en diciembre, con la subyacente también alta en 5,9%
- Los tipos de interés van subiendo por detrás de la inflación, intentando dar soporte a la economía.
- Se prevé que el crecimiento de la economía mexicana en 2022 se sitúe en el entorno del 2,6% y del 2,7% en 2023.

con una tendencia decreciente desde finales del tercer trimestre de 2021. Por su parte, el programa de vacunación se sitúa por debajo de los parámetros de otros países de desarrollo similar, con el 62,9% de la población con al menos una dosis recibida, y sin datos sobre la aplicación de vacunas de refuerzo (véanse las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

En este entorno, en el tercer trimestre de 2021 la economía mexicana se desaceleró, creciendo un 4,6% a/a (-0,2% t/t), por debajo de lo que se esperaba. El motivo es la ralentización de la producción industrial, por los conocidos problemas de entrega de componentes de fabricación de

Gráfica 1.2.9-a
México: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

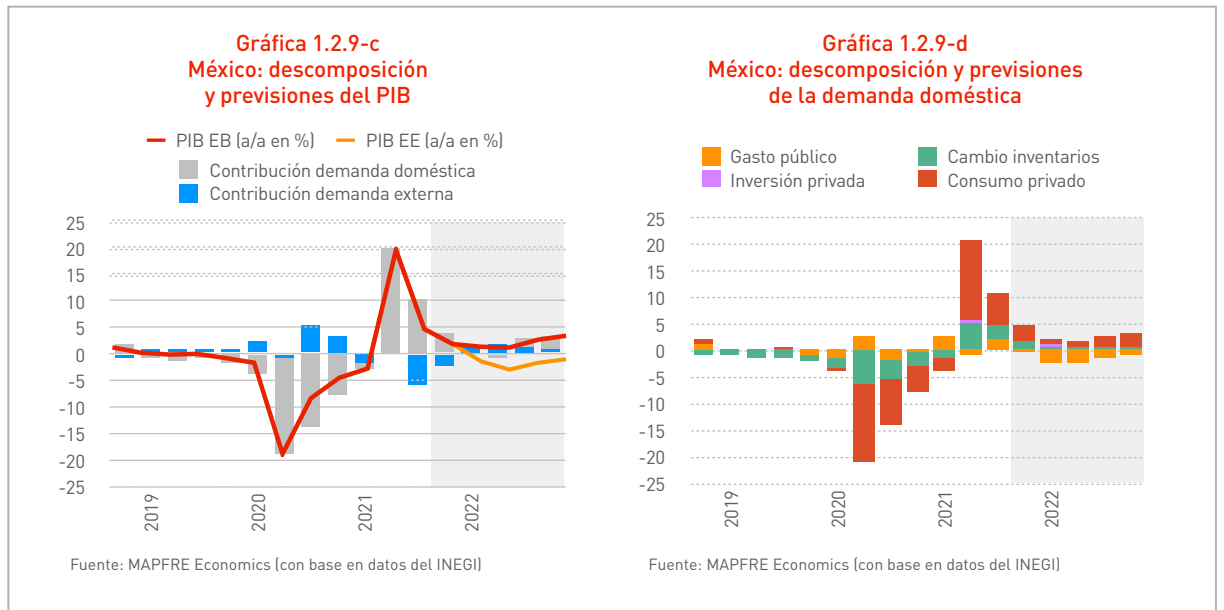


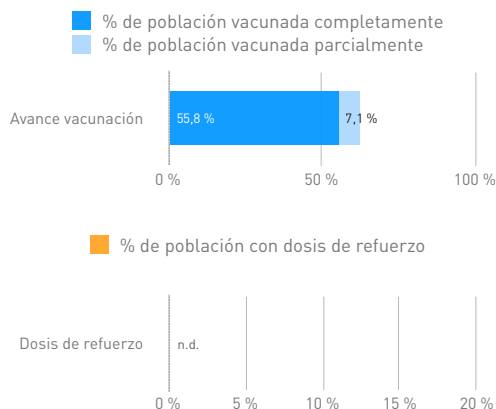
Tabla 1.2.9
México: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	2,3	2,2	-0,2	-8,4	5,2	2,6	2,7	-1,8	2,3
Contribución de la demanda doméstica	3,3	2,4	-1,0	-10,6	8,1	1,2	2,3	-3,8	2,1
Contribución de la demanda externa	-0,9	-0,2	0,8	2,3	-2,8	1,4	0,4	2,0	0,2
Contribución del consumo privado	2,3	1,7	0,2	-7,0	5,5	1,7	2,0	-1,5	2,0
Contribución de la inversión total	-0,2	0,2	-0,9	-3,1	2,3	0,6	0,5	-0,5	0,4
Contribución del gasto público	0,1	0,3	-0,2	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Consumo privado (% a/a)	3,4	2,6	0,4	-10,7	7,3	2,4	3,0	-2,3	3,0
Gasto público (% a/a)	0,7	2,9	-1,8	0,1	1,4	2,1	2,3	2,1	2,3
Inversión total (% a/a)	-1,1	0,8	-4,7	-17,9	10,6	3,2	2,5	-2,9	2,1
Exportaciones (% a/a)	4,1	5,9	1,5	-7,2	6,4	8,7	5,5	3,2	5,3
Importaciones (% a/a)	6,8	6,4	-0,7	-14,2	14,4	5,1	4,6	-2,4	5,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,3	3,3	3,4	4,6	4,0	4,0	3,9	5,1	5,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	6,8	4,8	2,8	3,2	7,5	3,8	3,7	5,0	3,6
Balance fiscal (% PIB)	-1,1	-2,0	-1,7	-2,8	-3,1	-3,0	-2,4	-3,6	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	1,4	0,6	1,1	0,1	-0,4	-0,5	0,0	-1,0	-0,7
Balance comercial (% PIB)	-0,9	-1,1	0,4	3,1	-1,2	-0,4	-0,2	0,4	0,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,8	-2,1	-0,3	2,4	-0,7	-0,3	-0,2	0,3	0,3
Tipo de interés oficial (final período)	7,25	8,25	7,25	4,25	5,50	6,00	6,00	5,43	5,41
Tipo de interés a 3 meses (final período)	7,66	8,63	7,45	4,47	5,86	6,25	6,25	5,52	5,52
Tipo de interés a 10 años (final período)	7,66	8,70	6,84	5,23	7,57	7,94	7,59	8,35	7,80
Tipo de cambio vs USD (final período)	19,67	19,65	18,93	19,88	20,50	21,63	21,84	23,92	23,06
Tipo de cambio vs Euro (final período)	23,59	22,50	21,26	24,40	23,22	25,52	26,28	27,21	27,21
Crédito privado (% a/a, media)	12,1	10,4	9,0	5,2	-1,5	9,2	7,1	6,2	6,5
Crédito familias (% a/a, media)	9,9	8,4	6,2	1,6	4,5	7,5	7,3	6,7	6,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	1,7	-0,8	6,2	3,7	17,1	15,8	11,2	12,9	11,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	10,7	12,3	16,4	22,2	22,9	20,5	19,1	21,7	19,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

Gráfica 1.2.9-b
México: evolución de la vacunación
contra el Covid-19



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

automóviles y la subida de los costes de la energía (especialmente del gas), así como por una persistente debilidad de la inversión y a pesar de una relativa recuperación de los niveles de consumo privado.

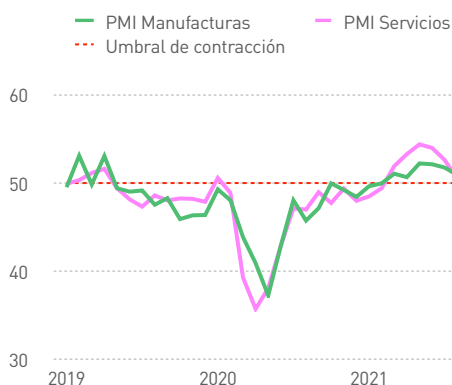
En cuanto a indicadores y encuestas de condiciones económicas, las encuestas de gestores de compras (PMIs) de diciembre se situaron en 52,6 puntos, tanto el manufacturero como el no-manufacturero (véase la Gráfica 1.2.9-e). La confianza de la industria rebotó en octubre, pero su componente de expectativas de pro-

ducción apenas sobrepasa el 50%, con los componentes de exportación y de inversión ligeramente mejorados. La fabricación en 2021 ha tenido una tendencia decreciente, debido a las dificultades en el suministro de componentes. Asimismo, las exportaciones de petróleo tuvieron un buen comportamiento gracias al aumento del precio internacional del crudo, y se recuperaron hasta niveles de 2018-2019. No obstante, el gobierno ha anunciado su intención de reducir gradualmente la exportación de crudo en los siguientes años, a fin de concentrarse en actividades de refinación.

Esperamos que el PIB mexicano termine el año con un crecimiento del 5,2%. Para 2022 y 2023, se prevé que ese crecimiento se modere al entorno del 2,6% y 2,7%, respectivamente. El consumo y la inversión en 2022 también se moderarán (+2,4% y +5,1%, en cada caso), mientras que esperamos una mejora en las exportaciones, (+8,7%) en la medida que se normalicen las cadenas de suministro (véanse la Tabla 1.2.9, así como las Gráficas 1.2.9-c y 1.2.9-d).

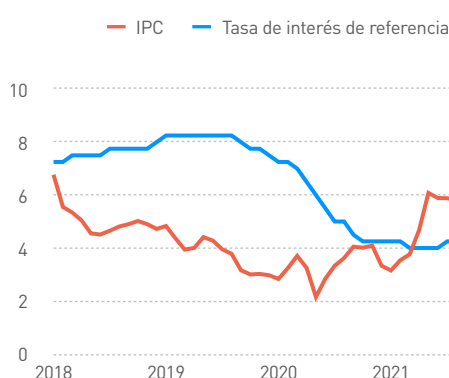
La inflación, por su parte, ha subido hasta el 7,4% en diciembre, con la subyacente en 5,9%, indicando que la inflación se está anclando en niveles más altos; continúa la inflación en alimentación (+7,7%) productos agrícolas (+16,4%), y energía (+10,5%). En su reunión de diciembre, el Banco de México ha subido los tipos de interés de referencia en 50 pbs, hasta el 5,50% (véase la Gráfica 1.2.9-f). La Junta de

Gráfica 1.2.9-e
México: PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.9-f
México: inflación y tipos de interés (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco de México e INEGI)

Gobierno del banco central ha considerado necesaria esta trayectoria para los tipos de interés, con el fin de hacer converger la inflación en el objetivo del 3%. Aunque se espera que los precios remitan algo en 2022, las expectativas de inflación se están anclando en niveles más altos. De esta forma, se prevé que la Junta de Gobierno deba seguir subiendo tipos de interés en 2022. No obstante, su nueva composición podría modificar esta visión y adoptar una postura menos restrictiva de política monetaria.

Actualmente, los riesgos para la economía mexicana se centran en la subida de la inflación, las dificultades en las cadenas de suministro para las industrias, la debilidad de la inversión y el posible repunte de casos de coronavirus que podría limitar el desarrollo de ciertas actividades, especialmente en el sector de los servicios. Por el lado positivo, la subida del precio del petróleo está favoreciendo las exportaciones y los ingresos del gobierno, y los tipos de interés seguirán siendo un apoyo para la recuperación mientras se sitúen moderadamente por debajo de la inflación.

1.2.10 Brasil

El crecimiento se modera por la inflación, los costes de la energía y los obstáculos en la industria.

La nueva variante “Ómicron” ha comenzado a elevar los contagios en Brasil, los cuales, sin embargo, se encuentran aún por debajo de la

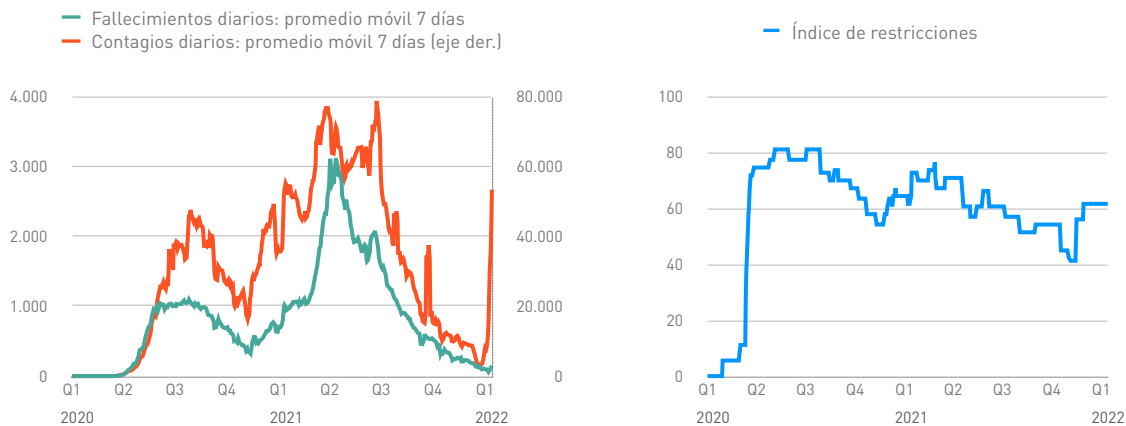
Brasil

- La inflación alcanzó el 10,1% en diciembre, con presión en electricidad, combustibles, alimentos.
- El banco central sube tipos de interés al 9,25% en diciembre y avisa que seguirá subiéndolos.
- La actividad industrial, especialmente la automovilística, está afectada por falta de componentes y los altos precios de la energía.
- Se estima que el PIB brasileño crecerá en el entorno del 0,5% en 2022 y del 1,9% en 2023.

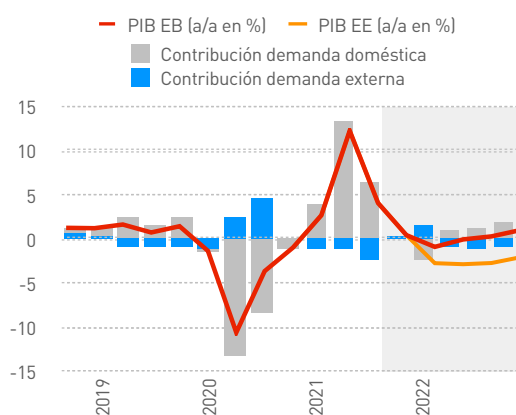
mayor ola previa, ocurrida en el tercer trimestre de 2021. Con ello, ciertas restricciones a la actividad se han reinstalado, mientras que los fallecimientos se mantienen en niveles bajos. Por su parte, el programa de vacunación es uno de los más avanzados de la región, con el 77,5% de la población con al menos una dosis recibida, y el 12,4% con la dosis de refuerzo (véanse las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

La economía brasileña siguió desacelerándose en el tercer trimestre de 2021 (-0,1% t/t y +4,0% a/a). El consumo privado (+4,2%), la inversión (+18,8%) y las exportaciones (+4%) se han recuperado bien, pero las perspectivas para 2022 no son tan favorables. El consumo privado tiende a moderarse, debido al aumento de la inflación y a los problemas de las cadenas de suministro a nivel mundial, afectando al sector de la fabricación de automóviles principalmente. La matriculación de vehículos sigue un 15% (diciem-

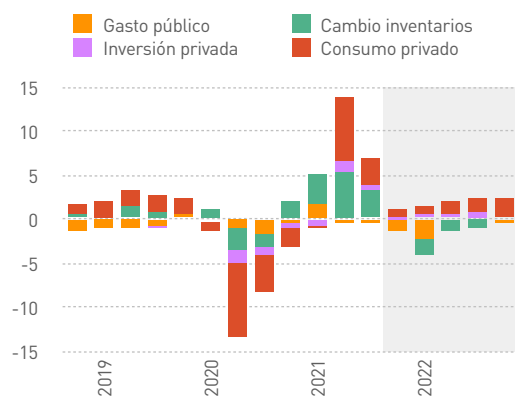
Gráfica 1.2.10-a
Brasil: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

Gráfica 1.2.10-c
Brasil: descomposición
y previsiones del PIB


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

Gráfica 1.2.10-d
Brasil: descomposición y previsiones
de la demanda doméstica


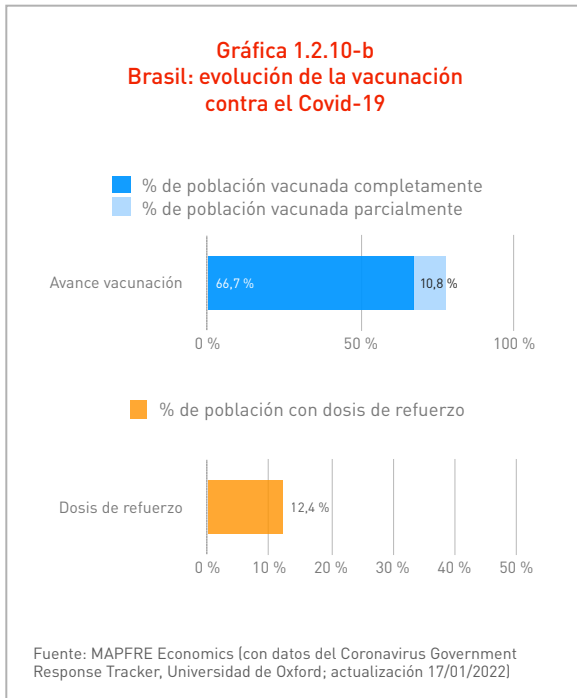
Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)

Tabla 1.2.10
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	1,6	1,7	1,2	-4,2	4,6	0,5	1,9	-2,6	1,2
Contribución de la demanda doméstica	2,0	2,4	1,8	-5,6	5,8	0,8	2,4	-2,8	1,5
Contribución de la demanda externa	-0,4	-0,7	-0,6	1,4	-1,2	-0,3	-0,4	0,1	-0,4
Contribución del consumo privado	1,5	1,7	1,8	-4,0	2,5	1,3	1,9	-0,9	1,2
Contribución de la inversión total	-0,4	0,9	0,7	-0,1	3,3	-1,0	0,5	-1,6	0,2
Contribución del gasto público	-0,1	0,1	-0,1	-0,8	0,3	0,5	0,1	0,5	0,1
Consumo privado (% a/a)	2,2	2,4	2,6	-5,7	3,7	2,2	2,6	-1,3	1,8
Gasto público (% a/a)	-0,7	0,8	-0,5	-4,5	1,7	2,7	0,5	2,7	0,5
Inversión total (% a/a)	-2,6	5,2	4,0	-0,6	16,6	-5,0	2,4	-8,8	1,3
Exportaciones (% a/a)	5,2	3,4	-2,5	-2,2	7,5	1,5	4,6	-1,5	3,6
Importaciones (% a/a)	7,2	7,1	1,3	-10,2	13,2	3,1	6,0	-2,0	5,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,9	11,7	11,1	14,2	12,0	11,7	11,0	13,0	12,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	3,7	4,3	4,5	9,8	5,3	3,3	7,1	3,5
Balance fiscal (% PIB)	-7,8	-7,0	-5,8	-13,6	-4,5	-6,5	-6,0	-7,2	-7,4
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,7	-1,5	-0,8	-9,4	0,0	-1,4	-0,8	-2,1	-2,1
Balance comercial (% PIB)	2,8	2,3	1,4	2,2	3,4	2,0	2,0	3,4	3,0
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,1	-2,7	-3,5	-1,7	-0,5	-2,1	-2,3	-0,9	-1,5
Tipo de interés oficial (final período)	7,00	6,50	4,50	2,00	9,25	11,50	8,50	9,63	8,18
Tipo de interés a 3 meses (final período)	6,90	6,40	4,40	1,90	9,15	11,40	8,40	9,37	7,94
Tipo de interés a 10 años (final período)	10,21	9,24	6,81	6,98	10,31	11,82	11,09	11,47	11,70
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,31	3,87	4,03	5,20	5,57	5,72	5,79	6,39	6,14
Tipo de cambio vs Euro (final período)	3,97	4,44	4,53	6,38	6,31	6,75	6,97	7,27	7,24
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4,7	7,0	10,8	10,1	16,6	14,1	12,7	13,5	12,5
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)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro [% renta neta disp., media)	17,4	16,4	15,8	19,0	22,5	20,1	19,8	21,6	21,0

 Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
 Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

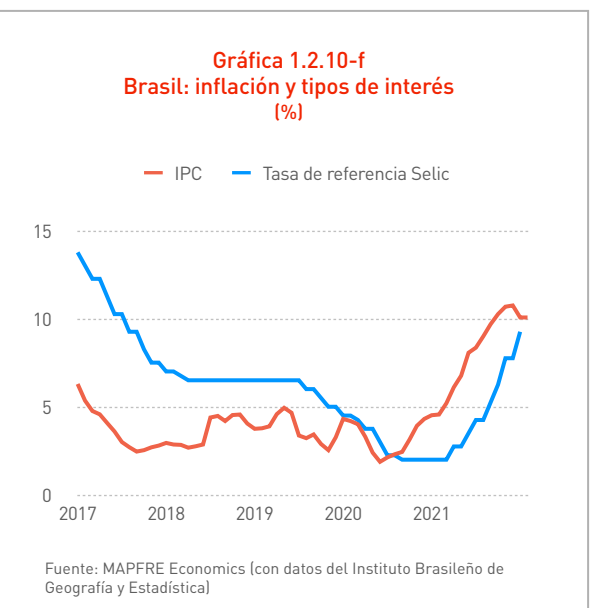
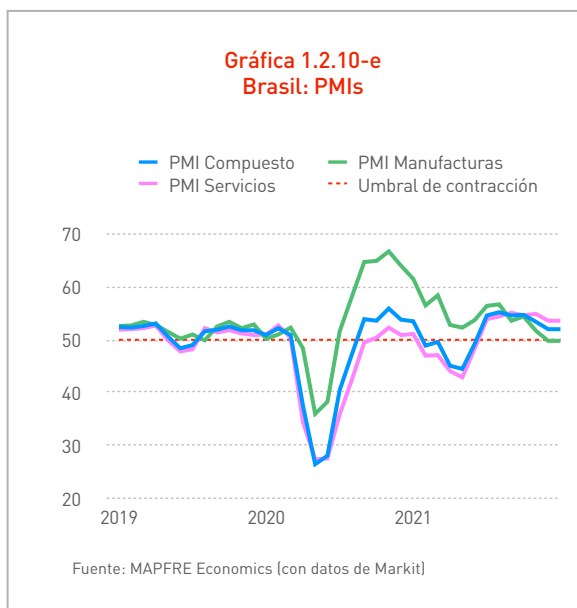


bre) por debajo del nivel de 2020. Asimismo, se están verificando desaceleraciones en las ventas al por menor y en combustibles, pero también en alimentación. La producción industrial está cayendo (-4,4% en noviembre), y la fabricación de vehículos cae desde los 250.000 previos a la pandemia a 210.000 unidades en diciembre. El índice de indicadores adelantados (OCDE) muestra una suave desaceleración desde el inicio del año. De igual forma, las encuestas de gestores de compras (PMIs) se mantienen, en diciembre, con el compuesto en 52,0, el manufacturero en 49,8 y el de servicios en 53,6 puntos (véase la Gráfica 1.2.10-e).

Esta desaceleración, impulsada también por el aumento de la inflación y en concreto por los precios de la energía (agravada en Brasil por la crisis hídrica), nos lleva a ajustar las proyecciones de 2022 al 0,5% (desde los 1,7% de nuestra estimación previa) y al 1,9% para 2023, mientras que 2021 deberá haber terminado el año con un crecimiento del PIB del 4,6% (véanse la Tabla 1.2.10, así como las Gráficas 1.2.10-c y 1.2.10-d).

Por otra parte, la inflación ha bajado ligeramente al 10,1% (IPCA general) en diciembre, con la energía aumentando un 24% interanual, la electricidad un +21%, la bombona de gas un +37%, los combustibles de automoción un +49%, y el transporte un +21%. Aunque se espera que los precios de la energía remitan en 2022, en estos países con largo historial de inflaciones altas no se espera significativa elasticidad de los precios a la baja; mientras los productos y servicios son rápidos en ajustar los nuevos costes, los ajustes a la baja tienen una mayor inercia.

El banco central (BCB), en su reunión del 8 de diciembre, ha subido los tipos de interés SELIC por séptima vez este año, en 150 pbs, hasta el 9,25%, como resultado de la continua subida de la inflación, y ha indicado que en la reunión de febrero hará otra subida de la misma magnitud. El banco considera que debido al aumento proyectado y el riesgo de desacople de las expectativas de inflación a largo plazo, es apropiado un ciclo de endurecimiento de tipos de interés (véase la Gráfica 1.2.10-f). Así, se



espera que en 2022 los tipos se acerquen al nivel de 10,75%, para posteriormente bajar una vez entrado 2023, en la medida que la inflación lo permita. El comité de política monetaria subraya que los futuros pasos de la política monetaria podrán ajustarse para asegurar la convergencia de la inflación a sus objetivos, y dependerán de la evolución de la actividad económica, del balance de riesgos, y de las proyecciones y expectativas de inflación.

Los principales riesgos en estos momentos para la economía de Brasil son la inflación y el impacto de la sequía en los precios de la electricidad, la subida en los alimentos y las subidas de tipos de interés, que seguramente afectarán al consumo y la inversión. La producción industrial también podrá verse afectada por las dificultades de suministro algunos trimestres más. A favor, encontramos los avances en la reforma de las administraciones públicas y de la fiscalidad. Asimismo, el debate político que se producirá a medida que se acerquen las elecciones presidenciales de octubre de 2022, podrá ir generando nuevas complejidades para el desarrollo de la actividad económica.

1.2.11 Argentina

Argentina busca nuevo acuerdo con el FMI que deberá llegar en el segundo trimestre del año.

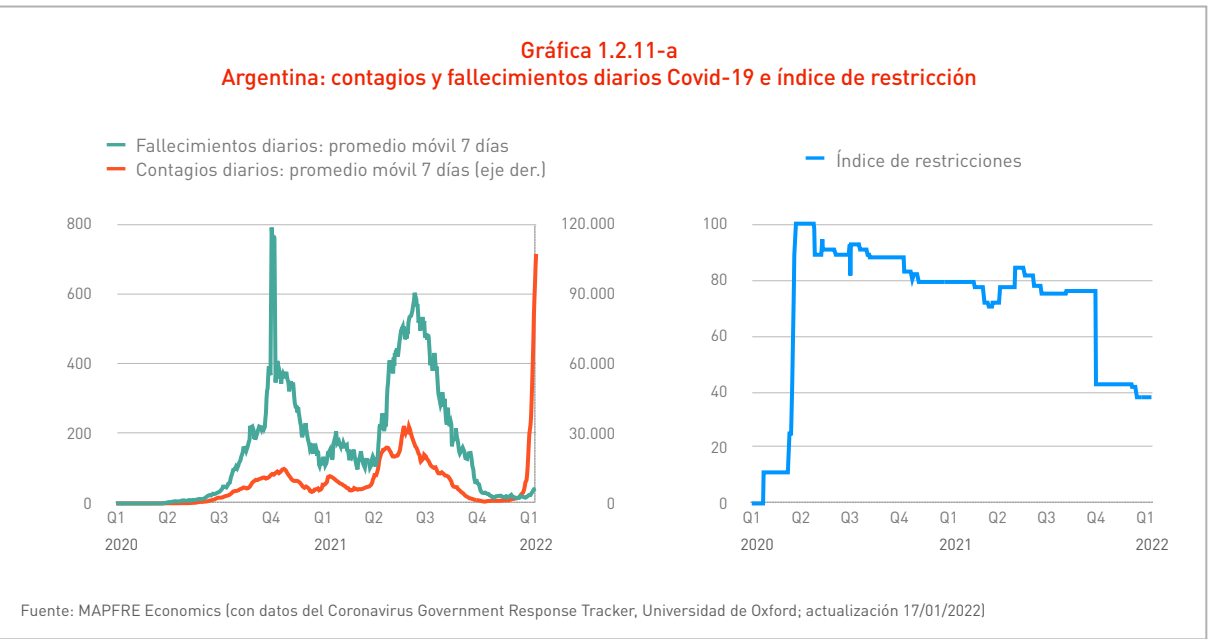
Como en el resto de los países de la región, en Argentina se registra ya un aumento de los contagios provocados por la nueva variante del

Argentina

- **Argentina requiere de un nuevo acuerdo con el FMI, lo que obligará a planificar una trayectoria para la consolidación fiscal.**
- **La inflación se situó en 51,2% en noviembre.**
- **La moneda superó los 103 ARS/USD, con la masa monetaria M3 creciendo al 58,3% en diciembre.**
- **El crecimiento previsto para el PIB argentino en 2022 es del 2,9% y de 1,5% en 2023.**

coronavirus (“Ómicron”), el cual ha superado ampliamente el promedio previo observado durante la pandemia. A pesar de ello, los fallecimientos siguen en niveles bajos y las restricciones a la actividad continúan reduciéndose. Por su parte, el programa de vacunación ha avanzado muy satisfactoriamente, con el 83,1% de la población con al menos una dosis recibida, y el 6,4% con la vacuna de refuerzo (véanse las Gráficas 1.2.11-a y 1.2.11-b).

La economía argentina creció un 4,1% t/t en el tercer trimestre de 2021 (+11,9% a/a), con las exportaciones fuertes (+18,6% a/a), y el consumo (+11,5%) y la inversión (+22,6%) también creciendo. Así, se prevé que el PIB termine el 2021 con un crecimiento del 9,3%, contra una caída del -9,9% el año anterior. La inflación y los altos costes de la energía ponen en riesgo el crecimiento en 2022, mientras el riesgo político también ha aumentado al tener la oposición ahora mayoría en el congreso. Los



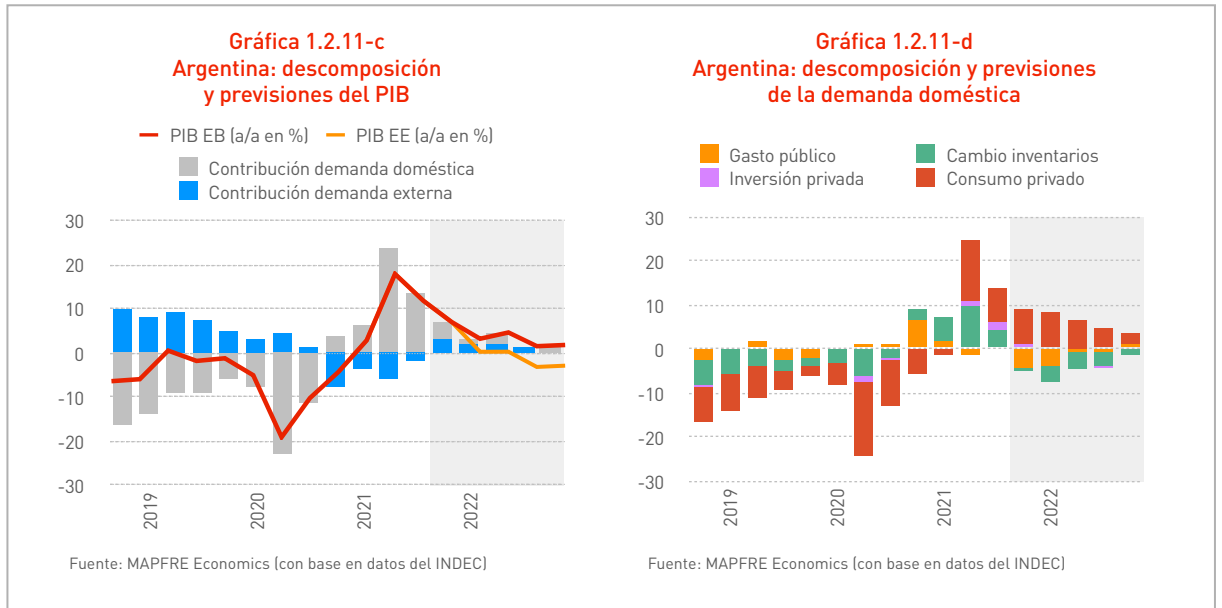


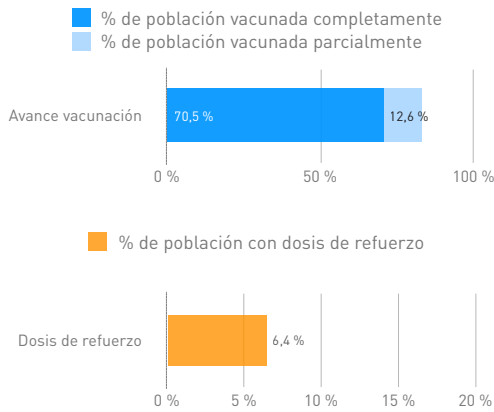
Tabla 1.2.11
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	2,8	-2,6	-2,0	-9,9	9,3	2,9	1,5	-1,3	0,7
Contribución de la demanda doméstica	6,6	-4,0	-8,8	-10,2	11,3	1,5	1,6	-3,4	0,7
Contribución de la demanda externa	-3,8	1,4	6,8	0,3	-2,0	1,4	-0,1	2,1	0,1
Contribución del consumo privado	3,1	-1,7	-5,1	-9,3	6,0	3,8	1,2	1,4	0,5
Contribución de la inversión total	2,8	-1,2	-2,7	-2,2	4,3	-2,3	0,3	-3,1	0,0
Contribución del gasto público	0,4	-0,3	-0,2	-0,5	1,0	0,0	0,1	0,0	0,1
Consumo privado (% a/a)	4,2	-2,2	-7,3	-13,8	10,4	7,7	1,7	2,0	0,8
Gasto público (% a/a)	2,6	-1,9	-1,2	-3,3	6,9	0,1	0,6	0,1	0,6
Inversión total (% a/a)	13,4	-5,7	-15,9	-12,9	27,4	-14,1	1,7	-19,7	0,0
Exportaciones (% a/a)	2,6	0,6	9,1	-17,3	9,3	2,9	2,3	-0,3	1,1
Importaciones (% a/a)	15,6	-4,5	-19,0	-17,9	17,1	-3,2	2,6	-9,5	0,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,2	9,1	8,9	11,0	9,3	8,1	7,5	9,3	8,5
Inflación (% a/a, último trimestre)	23,3	47,4	52,2	36,4	51,2	44,7	31,5	48,2	30,0
Balance fiscal (% PIB)	-5,9	-4,9	-3,8	-8,3	-3,7	-3,2	-1,3	-3,9	-2,4
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,8	-2,3	-0,4	-6,4	-2,2	-1,8	0,4	-2,5	-0,5
Balance comercial (% PIB)	-0,8	-0,1	4,0	3,8	4,2	3,6	3,5	4,4	4,5
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,8	-4,9	-0,8	0,9	1,8	0,8	0,4	1,1	0,9
Tipo de interés oficial (final período)	28,75	59,25	55,00	38,00	38,00	30,00	27,50	27,83	26,81
Tipo de interés a 3 meses (final período)	27,44	56,76	45,13	29,55	31,00	33,58	27,00	29,88	26,42
Tipo de interés a 10 años (final período)	5,91	10,86	19,36	14,61	18,40	16,26	13,53	16,44	14,93
Tipo de cambio vs USD (final período)	18,65	37,70	59,89	84,15	102,72	165,30	213,69	189,26	227,97
Tipo de cambio vs Euro (final período)	22,37	43,17	67,28	103,26	116,34	195,05	257,14	215,36	269,09
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., 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: 17 enero 2022.

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

Gráfica 1.2.11-b
Argentina: evolución de la vacunación
contra el Covid-19



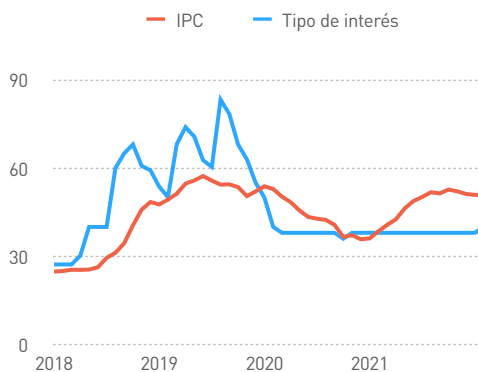
Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

indicadores de actividad muestran que la producción industrial está en caída, con -13,3% a/a (noviembre) y con la producción de vehículos recuperándose en 2021, pero con mucha volatilidad (-14,3% m/m en diciembre) por problemas a nivel mundial de entrega de piezas. Asimismo, la confianza del consumidor ha vuelto a bajar en los últimos meses (37,8). De esta forma, se prevé que, en 2022, la economía argentina crezca un 2,9%, para moderarse en 2023 en el entorno del 1,5% (véanse la Tabla 1.2.11, así como las Gráficas 1.2.11-c y 1.2.11-d).

Por otra parte, la inflación se ha situado en un 52,1% en noviembre, con un ascenso continuo desde principios de año y estabilizándose a final de este. Los ascensos se están verificando en todas las rúbricas, incluyendo alimentos (50,5%), transporte (57,6%), y hostelería (63,4%). La electricidad y gas suben menos (+29,4%) por los precios regulados, en tanto que la subyacente se sitúa en 55,5%. El Banco Central de la República Argentina, en su reunión del 6 de enero, ha tomado un conjunto de decisiones que reconfiguran los instrumentos de la política monetaria con el objetivo de apoyar recuperación y reforzar las condiciones de estabilidad monetaria, cambiaria y financiera. Estas decisiones procuran un reordenamiento del esquema de tasas de interés y una simplificación de la organización de la liquidez sistémica. En este sentido, decidió un aumento de 2 puntos porcentuales de la tasa de interés de la LELIQ a 28 días de plazo (tasa de referencia), pasando de 38% a 40% anual. Se decidió también expandir el límite máximo de tenencia de Letras de Liquidez (LELIQ) a 28 días de plazo por hasta un monto proporcional al *stock* de depósitos a plazo del sector privado de cada entidad financiera. Al mismo tiempo, la autoridad monetaria avanzó en la creación de una nueva LELIQ a 180 días de plazo, cuya tasa se fija en 44% anual. Con la base monetaria M3 creciendo al 58,3% anual (diciembre), la moneda continuará su gradual depreciación; en enero había superado los 103 ARS/USD (véanse las Gráficas 1.2.11-e y 1.2.11-f).

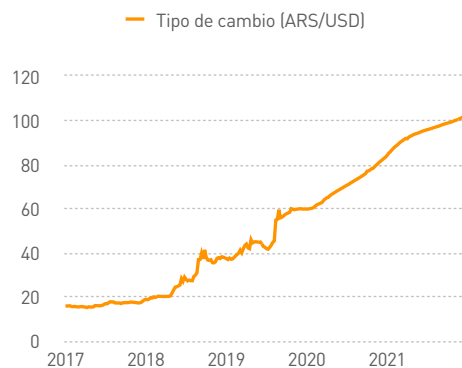
Es importante destacar que un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) es

Gráfica 1.2.11-e
Argentina: inflación y tipos de interés (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Central de la República Argentina)

Gráfica 1.2.11-f
Argentina: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Central de la República Argentina)

absolutamente necesario para Argentina, y las negociaciones están en torno a la trayectoria de la consolidación fiscal, la reposición del nivel de reservas de moneda extranjera, la reducción de la emisión monetaria de deuda y control de la inflación. Las posiciones todavía están un poco alejadas, de ahí que es difícil que el acuerdo llegue antes del segundo trimestre del año.

A corto plazo, los riesgos para la economía argentina se centran en la necesidad de aprobar el plan económico para los próximos años con un congreso dominado por la oposición, y también en llegar a un nuevo acuerdo con el FMI y aprobarlo en el congreso. El líder de la oposición ya ha indicado que su formación no va a apoyar un acuerdo que incluya un aumento de impuestos. El tema de la consolidación fiscal a medio plazo es crucial y la oposición ha indicado que apoyarían el acuerdo si este muestra que ya no habrá financiación del tesoro por parte del banco central en 2024. La oposición busca también que el banco central sea independiente para finales de 2023.

1.2.12 China

Desaceleración económica, precaución entre los consumidores y problemas en el sector inmobiliario.

La pandemia se mantiene controlada en China. A pesar del surgimiento de la nueva variante del virus, tanto los contagios como los

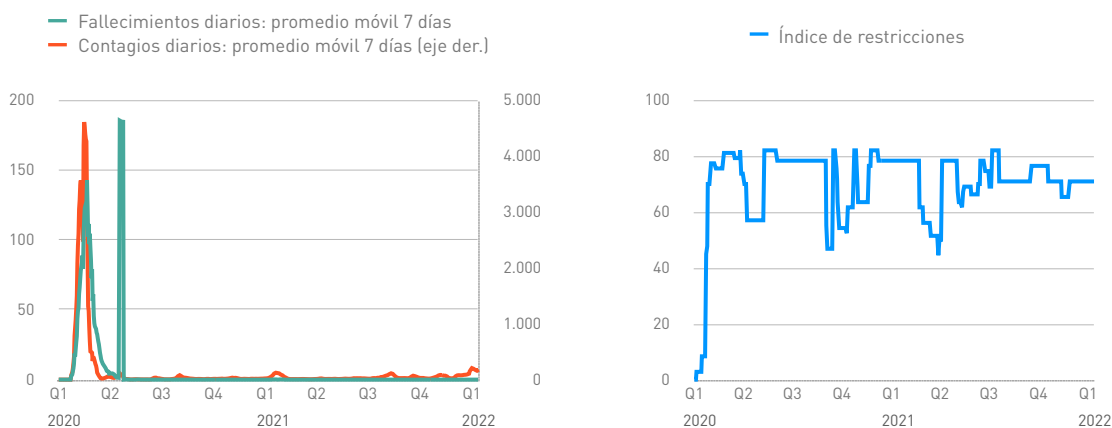
China

- Las exportaciones y la inversión no inmobiliaria serán el foco de la transformación del modelo productivo.
- Se busca reducir el peso del desarrollo inmobiliario, sector que sigue en crisis por la posición de solvencia de algunas empresas.
- El sentimiento sobre política monetaria está girando hacia posibles mayores estímulos a medida que la economía pierde impulso.
- Los reguladores atentos a los riesgos sistémicos en el sector inmobiliario.
- Se estima que la economía china crezca en torno al 5,0% en 2022 y al 5,5% en 2023.

fallecimientos permanecen en niveles muy bajos, aunque a costa de sostener altos niveles de restricciones. Asimismo, el programa de vacunación ha alcanzado al 84,8% de la población con al menos una dosis, y el 8,4% con la dosis de refuerzo (véanse las Gráficas 1.2.12-a y 1.2.12-b).

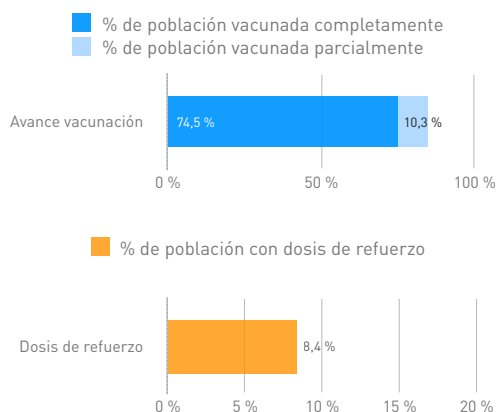
En este entorno, la economía china ha venido desacelerando. En los últimos meses se ha visto cómo, debido a la crisis de solvencia de las inmobiliarias (Evergrande, Fantasia, Kaisa, Sinic), las ventas (-1,6%, en el tercer trimestre) y la construcción (-1,8%) se están enfriando. De momento, se cree que el riesgo en el sector de la promoción inmobiliaria reside principalmente en la desaceleración de las ventas, debido a la pérdida de confianza de los compradores y también en el volumen de promo-

Gráfica 1.2.12-a
China: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

Gráfica 1.2.12-b
China: evolución de la vacunación
contra el Covid-19



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

crecimiento hacia la industria, la energía y las infraestructuras.

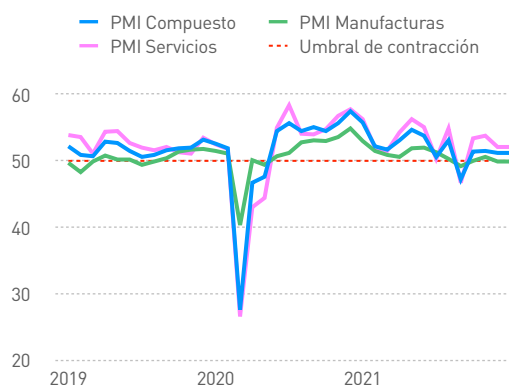
Por otra parte, las exportaciones siguen fuertes (+20,9% en diciembre), y las importaciones desaceleran más (+19,5% respecto el 31,7% del mes previo), en el marco de un tipo de cambio que sigue fortaleciéndose (véase la Gráfica 1.2.12.-c). Se prevé un comportamiento cauteloso del consumidor y una desaceleración desde el fuerte nivel de 2021. Por su parte, el gasto del gobierno y la inversión en sectores no-inmobiliarios, al igual que la industria, la energía y las infraestructuras, serán quienes se verán aceleradas en el esfuerzo planificado de transformar el modelo de crecimiento.

Con respecto a indicadores que adelantan el comportamiento en los próximos meses, los índices de gestores de compras (PMIs) de diciembre siguen mejorando, gracias a que China sigue siendo la fábrica del mundo, con el compuesto en 53,0, el manufacturero en 50,9 y el de servicios en 53,1 puntos (véase la Gráfica 1.2.12-c). Las encuestas al comercio minorista siguen también siendo positivas y la producción industrial crece un 10% en lo que va de año y +3,8% en noviembre. En este contexto, nuestra estimación es que el crecimiento se desacelere desde el 8,1% en 2021 hasta el 5,0% en 2022 y el 5,5% en 2023 (véanse la Tabla 1.2.12, así como las Gráficas 1.2.12-e y 1.2.12-f).

Por su parte, la inflación se modera, alcanzando los 1,5% en diciembre, desde los

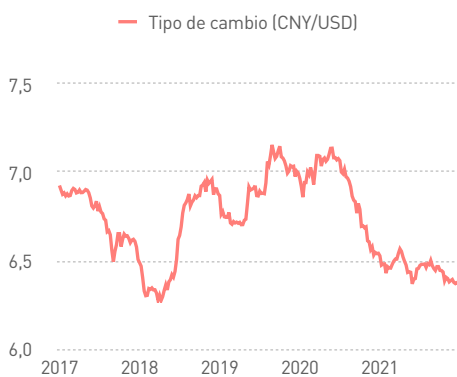
ción. Las autoridades están acompañando de cerca las dificultades de tesorería de estas promotoras y se confía que sabrán gestionar la situación a fin de evitar riesgos sistémicos. Sin embargo, las recientes medidas de las autoridades para suavizar algunas de las restricciones a la financiación inmobiliaria no han servido para aliviar la presión en el mercado. La demanda de préstamos para la vivienda siguió siendo débil en diciembre. El gobierno, consciente de que el sector inmobiliario tenderá a desacelerarse, va a promover en su planificación la transformación del modelo de

Gráfica 1.2.12-c
China: PMIs



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.12-d
China: tipo de cambio



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del PBOC)

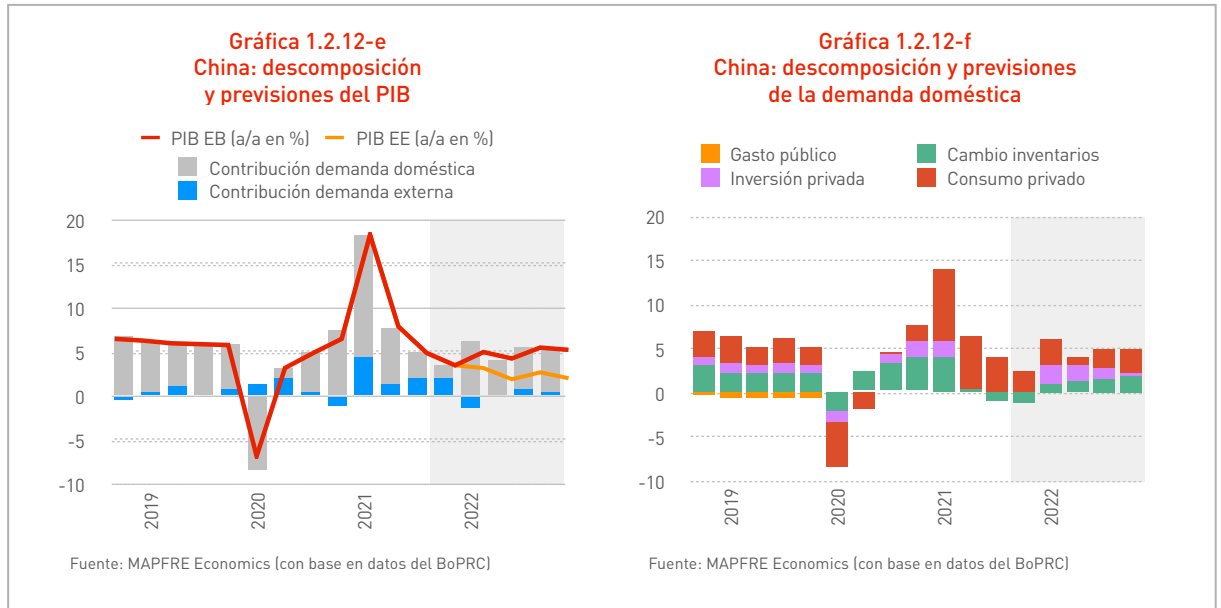


Tabla 1.2.12
China: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 (e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	6,9	6,7	6,0	2,3	8,1	5,0	5,5	2,4	4,5
Contribución de la demanda doméstica	6,7	7,3	5,2	1,6	5,5	4,9	5,3	2,4	4,1
Contribución de la demanda externa	0,2	-0,6	0,8	0,7	2,4	0,1	0,2	0,0	0,4
Contribución del consumo privado	3,7	3,2	2,5	-0,9	5,1	2,3	3,2	1,0	2,7
Contribución de la inversión total	2,6	3,1	2,2	1,9	0,4	1,5	1,9	0,2	1,2
Contribución del gasto público	0,3	1,2	1,1	0,5	0,3	1,3	0,3	1,3	0,3
Consumo privado (% a/a)	9,4	8,1	6,3	-2,4	12,7	5,6	7,7	2,6	6,6
Gasto público (% a/a)	1,9	7,1	6,6	2,8	2,1	7,8	2,1	7,8	2,1
Inversión total (% a/a)	6,2	7,3	5,1	4,5	1,1	3,7	4,8	0,5	3,1
Exportaciones (% a/a)	6,7	4,4	2,3	2,0	17,7	5,6	4,3	1,5	3,3
Importaciones (% a/a)	7,8	6,5	-0,7	-2,2	6,7	5,8	10,0	1,2	7,9
Tasa de paro (% , último trimestre)	2,9	2,9	3,1	3,5	3,4	3,3	3,2	4,1	3,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,8	2,2	4,3	0,1	1,9	2,7	2,4	3,8	2,8
Balance fiscal (% PIB)	-4,8	-4,7	-5,6	-8,6	-7,2	-7,9	-6,9	-8,7	-8,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-1,8	-1,5	-2,2	-4,7	-3,5	-4,5	-3,6	-5,1	-4,5
Balance comercial (% PIB)	3,9	2,7	2,8	3,5	3,1	2,9	3,1	2,8	3,3
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,5	0,2	0,7	1,9	1,9	1,8	1,4	1,8	1,6
Tipo de interés oficial (final período)	3,25	3,30	3,25	2,95	3,00	3,00	3,00	2,93	2,77
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,53	3,70	3,20	3,03	2,73	2,62	2,77	2,38	2,46
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,88	3,23	3,14	3,14	2,78	3,48	3,70	4,68	4,92
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,51	6,88	6,99	6,52	6,35	6,35	6,33	6,45	6,38
Tipo de cambio vs Euro (final período)	7,80	7,87	7,85	8,00	7,19	7,49	7,61	7,34	7,53
Crédito privado (% a/a, media)	13,1	12,9	13,1	13,1	12,4	12,5	10,6	7,9	7,3
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	29,5	28,8	29,0	33,0	30,4	29,7	28,0	30,6	28,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

+2,3% de noviembre, impulsada por los combustibles (+22,5% a/a), y el gas, electricidad y combustibles domésticos (+3,9% a/a). La alimentación retrocede (-1,2%), en tanto que la subyacente se sitúa en 1,2%. En este marco, la política monetaria podría cambiar de tono. Una economía en desaceleración y con una inflación moderada, podría necesitar de apoyo de la política monetaria, lo que la pondría en contraste con la Reserva Federal y el resto del mundo. Así, el banco central (PBOC) podría adoptar un tono más acomodaticio. La política monetaria China es conducida con diferentes instrumentos y uno de los principales es la ratio de reservas exigido a los bancos. En la reunión de diciembre, el PBOC ha reducido esta ratio en 50 pbs, hasta 11,50%. La moneda china se ha fortalecido contra el dólar y contra el euro en 2021. Por otro lado, las autoridades quieren evitar una valorización desmesurada de la moneda y, por tanto, no se descarta que permitan unas mayores salidas de capital.

El gobierno, en un esfuerzo por controlar un sector inmobiliario altamente endeudado, ha activado regulaciones para limitar su apalancamiento. Se considera que Evergrande es “demasiado grande para dejar caer” y será rescatada. Asimismo, se confía que el gobierno sepa conducir las tribulaciones de este sector, porque el inmobiliario y la construcción representan el 20% del PIB chino. Una desaceleración prevista del sector inmobiliario podrá quitar, en 2022, un punto porcentual al crecimiento. De igual forma, los altos precios

de la electricidad y otras materias primas se traducirán en una mayor inflación general y un menor crecimiento.

1.2.13 Indonesia

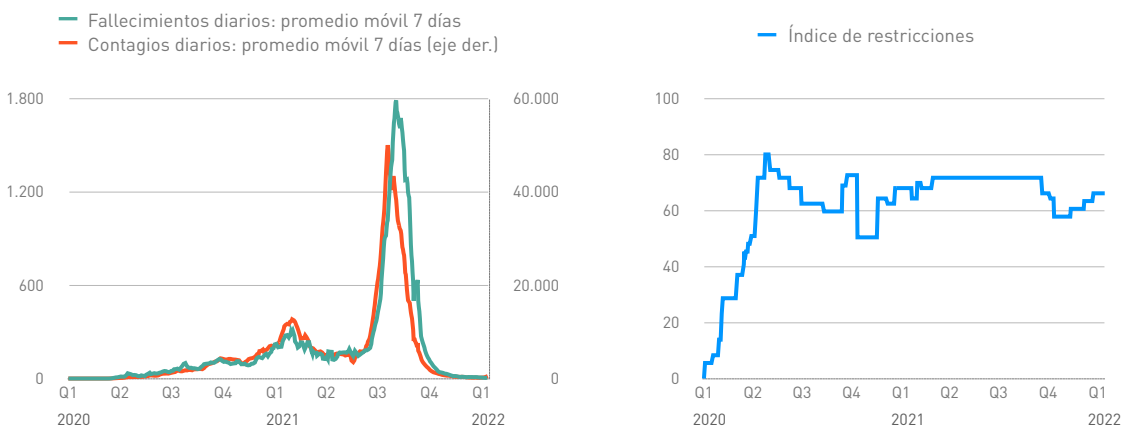
Las exportaciones con excelente comportamiento impulsan a la economía.

Hasta el momento, la pandemia se mantiene en niveles muy bajos en Indonesia, tanto en términos de contagios como de muertes, los cuales tuvieron su punto más alto en el tercer trimestre de 2021. A pesar de ello, el índice de restricciones se mantiene relativamente alto. Por lo que se refiere al avance en el programa de vacunación, este alcanza al 56,3% de la población, y sin datos respecto al inicio de la aplicación de dosis de refuerzo (véanse las Gráficas 1.2.13-a y 1.2.13-b).

Indonesia

- Para 2022, se espera un crecimiento económico en Indonesia del 5,8%, en buena medida impulsado por las exportaciones.
- Los precios altos del aceite de palma y del carbón han favorecido en gran medida las exportaciones.
- La inflación es benigna (1,9% a diciembre) y el banco central mantiene una política monetaria acomodaticia.

Gráfica 1.2.13-a
Indonesia: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

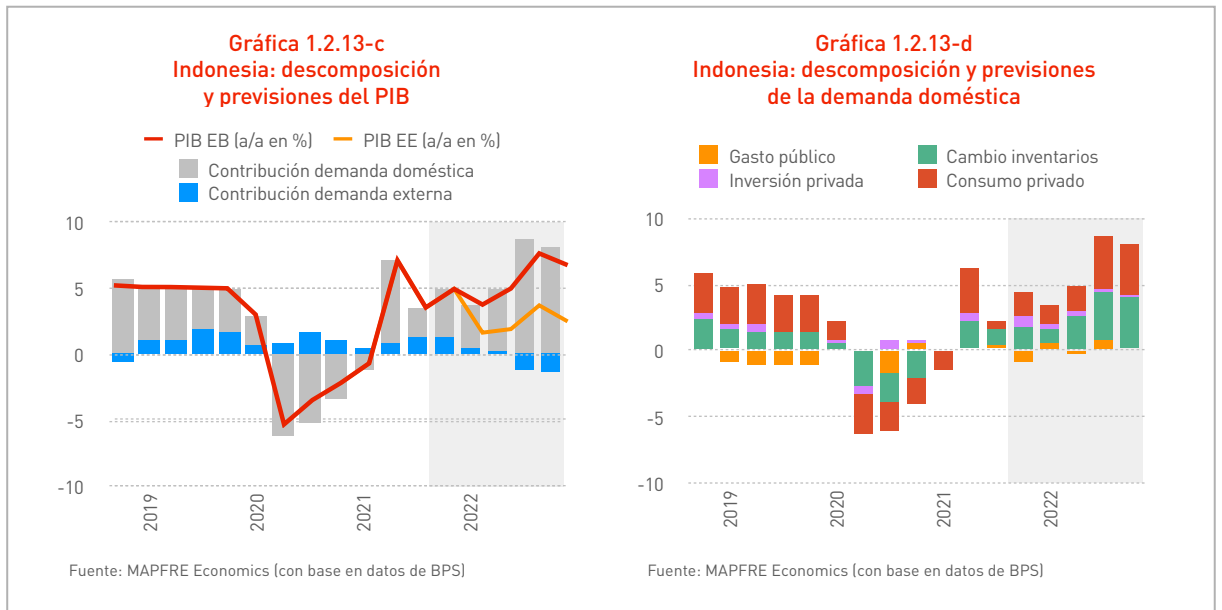


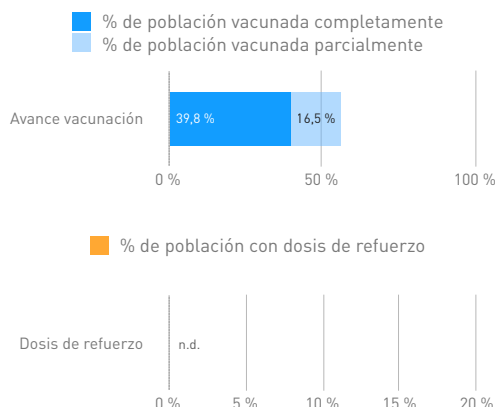
Tabla 1.2.13
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022(p)	2023(p)	2022(p)	2023(p)
PIB (% a/a)	5,1	5,2	5,0	-2,1	3,7	5,8	6,4	2,4	5,2
Contribución de la demanda doméstica	4,8	6,2	3,6	-3,2	2,7	6,2	7,1	2,7	5,9
Contribución de la demanda externa	0,3	-1,1	1,4	1,1	1,0	-0,5	-0,7	-0,3	-0,7
Contribución del consumo privado	2,8	2,8	2,9	-1,5	1,1	2,7	3,9	0,2	3,7
Contribución de la inversión total	2,0	2,2	1,5	-1,6	1,3	3,0	3,1	2,0	2,0
Contribución del gasto público	0,2	0,4	0,3	0,2	0,4	0,3	0,5	0,3	0,5
Consumo privado (% a/a)	5,0	5,1	5,2	-2,7	2,0	5,0	7,2	0,4	6,9
Gasto público (% a/a)	2,1	4,8	3,3	1,9	4,9	3,6	6,0	3,6	6,0
Inversión total (% a/a)	6,2	6,7	4,5	-4,9	4,1	9,1	9,1	6,0	6,1
Exportaciones (% a/a)	8,9	6,5	-0,9	-7,7	24,0	2,2	1,6	-1,6	0,2
Importaciones (% a/a)	8,1	12,1	-7,4	-14,7	22,7	4,9	5,2	-0,2	3,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,3	5,1	5,1	6,7	6,1	5,8	5,3	6,9	6,3
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,5	3,3	2,7	1,6	1,8	3,9	3,0	6,4	2,9
Balance fiscal (% PIB)	-2,6	-1,7	-2,2	-6,2	-4,6	-3,8	-3,3	-4,3	-4,0
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	1,9	0,0	0,3	2,7	3,9	3,0	1,7	3,0	1,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,6	-2,9	-2,7	-0,4	0,4	-1,0	-1,8	-1,1	-1,7
Tipo de interés oficial (final período)	4,25	6,00	5,00	3,75	3,50	3,75	4,25	4,51	1,89
Tipo de interés a 3 meses (final período)	5,48	7,70	5,51	4,06	3,75	4,13	4,90	4,85	2,52
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,31	7,98	7,10	6,10	6,38	7,05	7,27	8,02	7,21
Tipo de cambio vs USD (final período)	13.484	14.380	13.883	14.050	14.253	14.192	13.721	15.524	14.402
Tipo de cambio vs Euro (final período)	16.171	16.465	15.596	17.241	16.143	16.746	16.511	17.659	16.997
Crédito privado (% a/a, media)	8,2	10,8	8,8	1,4	1,1	12,5	13,5	14,7	12,8
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	15,1	5,6	-3,0	-6,0	-12,4	25,7	24,4	23,3	24,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	23,6	24,0	22,8	21,4	25,1	23,9	23,2	25,5	23,5

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

Gráfica 1.2.13-b
Indonesia: evolución de la vacunación contra el Covid-19



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

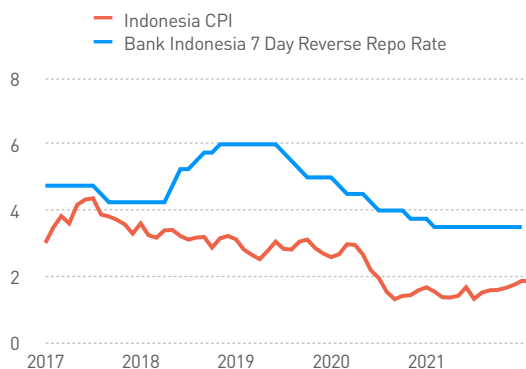
El PIB de Indonesia ha crecido un 3,5% a/a en el tercer trimestre de 2021, impulsado principalmente por las exportaciones (+29,2%), aunque las importaciones también están fuertes (+30,1%). En cambio, la inversión crece un 3,7%, en tanto que el consumo privado lo hace un 1% y el consumo del gobierno un 0,7%. Las exportaciones son las que destacan realmente, dando lugar a una balanza comercial muy positiva de 36 millardos de dólares en noviembre (véase la Gráfica 1.2.13-f). Esto se ha debido principalmente a las subidas de precio de los productos exportados

(22%), entre los que están el aceite de palma, el carbón y, en menor medida, el gas (Indonesia es exportador neto de gas e importador neto de petróleo). Esta fortaleza en la balanza comercial deberá continuar en los próximos trimestres mientras los precios de estas materias primas se mantengan altos y seguirá siendo un impulsor para el PIB de 2022. Asimismo, este superávit es positivo para la estabilidad de la moneda y compensa eventuales salidas de flujos financieros.

En este contexto, estimamos un crecimiento del PIB indonesio en el entorno del 5,8% en 2022 y del 6,4% en 2023 (véanse la Tabla 1.2.13, así como las Gráficas 1.2.13-c y 1.2.13-d). En cuanto a encuestas de perspectivas, la confianza de familias, el empleo y las condiciones económicas son buenas tanto respecto a la situación actual como para dentro de seis meses. El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero bajó a 53,5 puntos en diciembre (desde los 53,9 de noviembre).

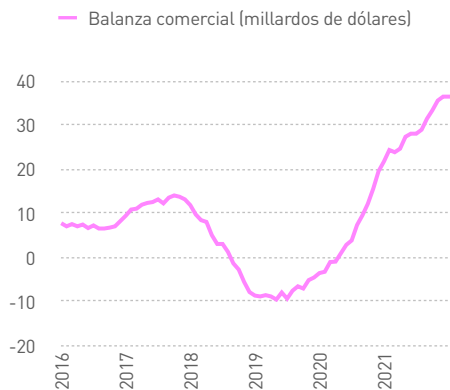
La inflación, por su parte, se ha situado en el 1,9% en diciembre, con la subyacente en 1,6%, un nivel muy inferior a lo que se está verificando en muchas partes del mundo. Por ello, parece que, por ahora, Indonesia está "inmunizada" de las subidas de los costes de la energía, las materias primas y las disrupciones en las cadenas de suministro, dado que Indonesia es un exportador neto. El Banco Central de Indonesia ha mantenido los tipos de interés en el 3,50% en la reunión del 16 de

Gráfica 1.2.13-e
Indonesia: inflación y tipos de interés (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Markit)

Gráfica 1.2.13-f
Indonesia: balanza comercial



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

diciembre, y se espera la primera subida para finales de 2022 (véase la Gráfica 1.2.13-e). El banco pretende mantener la estabilidad de la moneda en un contexto de salida de flujos de inversión de cartera y de subida de tipos en muchos emergentes. No obstante, el *tapering* de la Reserva Federal de los Estados Unidos estará poniendo presión a la moneda a lo largo de 2022.

Desde el punto de vista de los riesgos para la economía indonesia, con el excelente comportamiento de la balanza comercial, la balanza por cuenta corriente también entró en positivo en el último trimestre de 2021 (+0,2% del PIB), lo que reduce los riesgos a nivel de financiación externa. Una subida de tipos de interés en los bonos mundiales afectaría a la financiación de su déficit público, que ha subido hasta más del 5% estos últimos dos años debido a la pandemia, principalmente por la reducción de ingresos. Por otro lado, la moneda parece tener un comportamiento estable ante una balanza comercial positiva que compensa el efecto negativo de los flujos de inversión.

1.2.14 Filipinas

La recuperación en 2022 será más fuerte, a medida que se normalice la actividad.

Filipinas resiente un acelerado aumento de contagios de Covid-19, impulsados por la nueva variante de virus (“Ómicron”), los cuales han

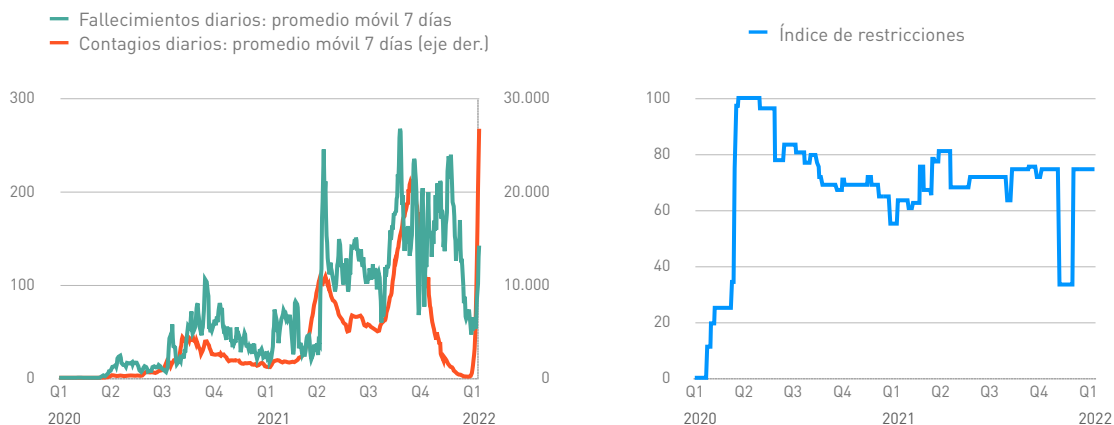
Filipinas

- Los precios de los alimentos y la energía ceden un poco, pero siguen bajo tensión.
- El banco central mantiene los tipos estables por la necesidad de seguir apoyando la recuperación y tolera cierta depreciación de la moneda.
- Aumenta el debate político antes de las elecciones presidenciales de mayo 2022.
- Se estima un crecimiento para la economía filipina del 6,5% en 2022 y del 7,6% en 2023.

alcanzado niveles mayores a los de la ola previa registrada durante el tercer trimestre de 2021. Con este incremento, y a diferencia de otros países, se ha dado también un aumento de los fallecimientos, aunque los datos parecen indicar que a un ritmo menor al observado en olas anteriores de la pandemia. Esto puede deberse al limitado avance de los programas de vacunación, los cuales alcanzan solo al 50,5% de la población con al menos una dosis, en tanto que únicamente el 1,6% cuenta ya con la dosis de refuerzo. Todo ello, ha implicado reinstalar cierto nivel de restricciones a la actividad (véanse las Gráficas 1.2.14-a y 1.2.14-b).

La economía filipina mostró un crecimiento mejor de lo esperado en el tercer trimestre de 2021, con 7,1% a/a (no ajustado por estacionalidad), impulsado principalmente por la demanda interna; en ese lapso, el consumo privado creció un 7,1% a/a y el consumo público un 13,6% a/a.

Gráfica 1.2.14-a
Filipinas: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Coronavirus Government Response Tracker, Universidad de Oxford; actualización 17/01/2022)

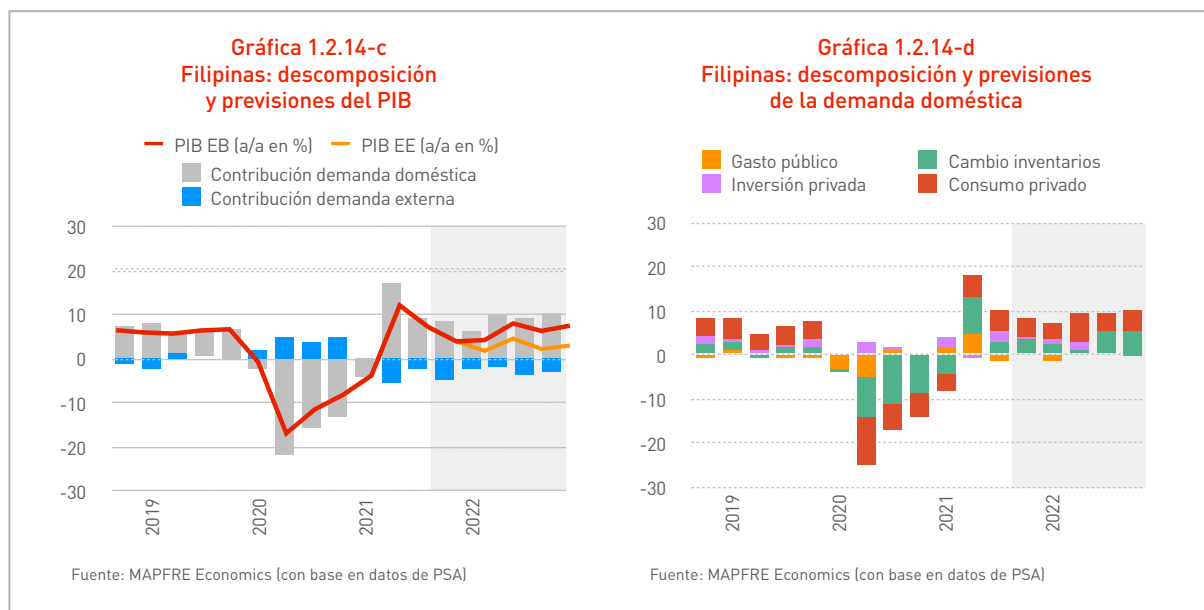
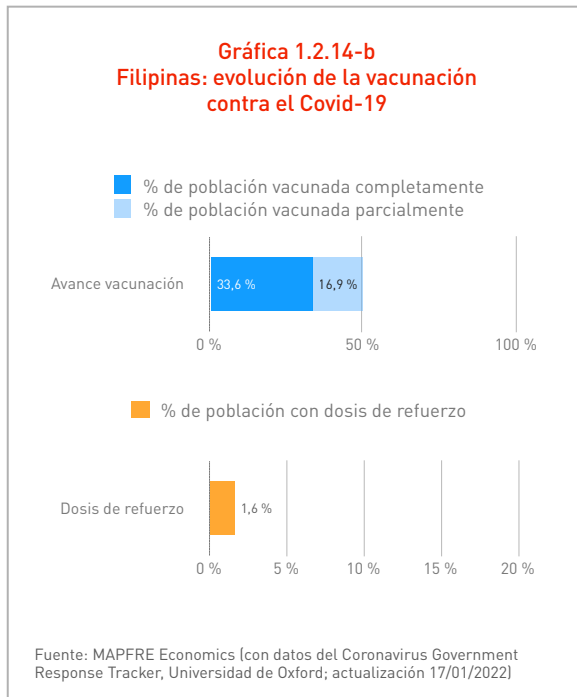


Tabla 1.2.14
Filipinas: principales agregados macroeconómicos

	2017	2018	2019	2020	2021 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2022 ^(p)	2023 ^(p)	2022 ^(p)	2023 ^(p)
PIB (% a/a)	6,9	6,3	6,1	-9,6	4,6	6,5	7,6	2,8	6,6
Contribución de la demanda doméstica	7,9	8,8	6,3	-13,2	7,8	9,2	9,5	4,7	8,7
Contribución de la demanda externa	-0,9	-2,4	-0,2	3,6	-3,2	-2,7	-1,9	-1,8	-2,1
Contribución del consumo privado	4,3	4,2	4,2	-5,8	2,7	5,1	5,1	1,3	5,0
Contribución de la inversión total	2,7	3,5	1,0	-5,9	2,6	3,7	4,1	3,0	3,4
Contribución del gasto público	0,7	1,6	1,1	1,6	1,1	0,7	0,1	0,7	0,1
Consumo privado (% a/a)	6,0	5,8	5,9	-7,9	3,8	7,0	7,0	1,8	6,9
Gasto público (% a/a)	6,5	13,4	9,1	10,5	6,9	4,6	1,0	4,6	1,0
Inversión total (% a/a)	10,6	12,9	3,9	-27,5	11,4	14,9	15,4	12,0	12,8
Exportaciones (% a/a)	17,4	11,8	2,6	-16,3	6,8	9,3	18,0	5,8	16,7
Importaciones (% a/a)	15,1	14,6	2,3	-21,6	13,8	13,5	17,1	8,9	16,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	5,0	5,1	4,6	8,7	7,6	6,3	5,8	8,5	7,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,0	5,9	1,5	3,1	4,2	3,1	3,0	5,3	2,5
Balance fiscal (% PIB)	-2,1	-3,1	-3,4	-7,6	-8,3	-7,4	-5,8	-8,5	-7,1
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance comercial (% PIB)	-12,2	-14,7	-13,1	-9,3	-13,5	-14,5	-14,0	-15,1	-14,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,7	-2,6	-0,8	3,1	-1,5	-2,7	-2,7	-3,2	-2,8
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	4,75	4,00	2,00	2,00	2,00	2,50	4,12	2,33
Tipo de interés a 3 meses (final período)	3,22	5,03	3,97	2,00	2,00	2,00	2,56	3,98	2,26
Tipo de interés a 10 años (final período)	5,70	7,05	4,44	2,97	4,72	5,21	5,40	6,67	6,10
Tipo de cambio vs USD (final período)	49,92	52,72	50,74	48,04	50,27	49,33	47,14	53,35	49,30
Tipo de cambio vs Euro (final período)	59,87	60,37	57,01	58,94	56,93	58,21	56,73	60,69	58,18
Crédito privado (% a/a, media)	17,6	16,8	9,5	4,0	0,6	6,3	8,6	8,2	8,1
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,4	10,3	6,9	-8,0	6,8	10,4	12,3	7,2	12,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	7,1	6,4	5,0	5,6	3,7	5,6	7,0	7,7	7,9

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de PSA)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

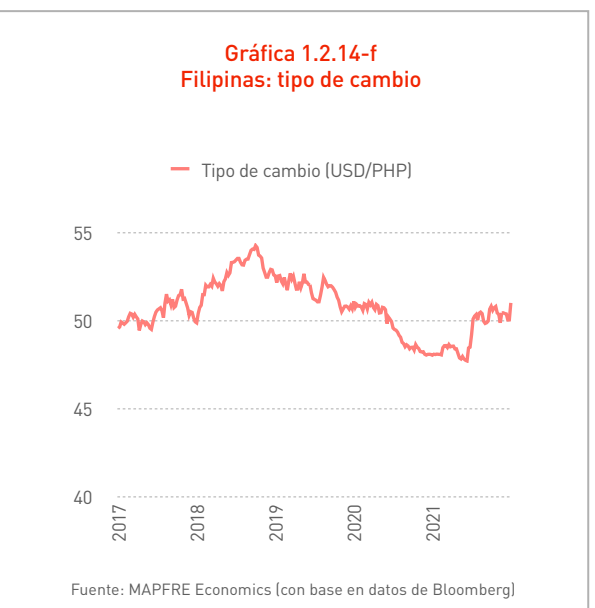
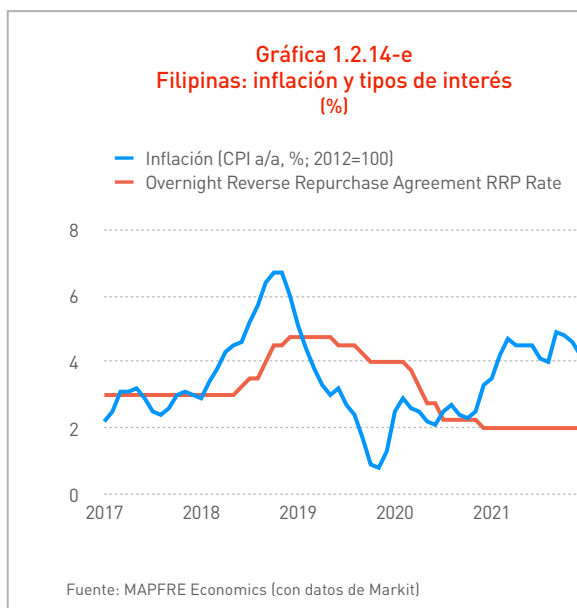


Por otra parte, la recuperación de la inversión ha perdido un poco de fuerza. Las importaciones también se desaceleran, dando lugar a una actividad menos pujante que en el trimestre previo, posiblemente también debido a los elevados precios de los fletes marítimos. El índice de gestores de compras (PMI) manufacturero mejora marginalmente en diciembre, situándose en 51,8, desde los 51,7 puntos de noviembre. Asimismo, las encuestas del banco central para el siguiente trimestre, por sectores, mejoran visiblemente todos ellos: industria, construcción, y comercio y servicios.

En este contexto, ajustamos la previsión de crecimiento de 2022 al 6,5% y la de 2023 al 7,6% (véanse la Tabla 1.2.14, así como las Gráficas 1.2.14-c y 1.2.14-d). Para el próximo año, se espera una continuidad de la fortaleza en el consumo privado y exportaciones, mientras que inversión y consumo público tenderán a moderarse. Sorprende la fortaleza del consumo, dado que el desempleo se está resistiendo a volver a los niveles pre-pandémicos, de modo que posiblemente se deba aún al recurso a los ahorros acumulados durante los periodos de confinamiento.

Por otra parte, la inflación se ha situado en 3,6% en diciembre, cediendo 6 décimas respecto a noviembre, con subidas en la electricidad y combustibles (+13,3%) y transportes (8,8%), mientras que en alimentos se modera (+3,9%), con la carne especialmente alta (11,3%). La subyacente se sitúa en 3,0% (véase la Gráfica 1.2.14-e). El Banco Central de Filipinas (BSP) ha mantenido los tipos de interés sin alteración en su reunión de diciembre en el 2,00% (*Overnight Repo*). El banco considera que las nuevas variantes del Covid-19 siguen representando riesgos para las perspectivas y para la inflación, y cree que tiene margen para seguir siendo paciente para mantener apoyo a la economía, pero estará vigilante con los riesgos para la inflación.

Los riesgos para la economía filipina provienen de factores internos y externos que tienen repercusión sobre la inflación, como los precios de la energía, de los fletes marítimos o del



transporte de mercancías. El desempleo también ha repuntado relativamente, lo que presagia menos fuerza en el consumo privado a corto plazo. La postura del banco central sobre la política monetaria es de seguir apoyando la recuperación y, por tanto, mantener tipos de interés, lo que pesará sobre la moneda, aunque el banco ha mostrado tolerancia a este último aspecto (véase la Gráfica 1.12-f). Por último, las elecciones presidenciales de mayo de 2022 pueden pesar en el volumen de inversión directa extranjera.

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

2.1.1 Mercados globales

Tras el año de fuerte recuperación de los mercados aseguradores a nivel mundial, 2022 es un año que viene marcado por un entorno más complejo, con una desaceleración en el crecimiento económico global, estimado en el entorno del 4,8% (5,8% en 2021), más dispar entre las distintas economías del mundo [especialmente en algunos mercados emergentes] y la persistencia de una inflación más allá de lo inicialmente previsto y por encima de los objetivos de política monetaria de los bancos centrales, que está motivando un cambio de orientación hacia políticas monetarias menos acomodaticias. Este entorno de mayor incertidumbre, alimentado por el desarrollo de nuevas variantes del virus y de crecimientos económicos en el que algunas economías (que todavía estaban lejos de recuperarse de la caída sufrida a consecuencia de la pandemia) se acelerarán, mientras que otras (que ya se habían recuperado) se desacelerarán, se verá reflejado en el desempeño de los mercados aseguradores, con comportamientos también dispares y una previsible ligera desaceleración en el crecimiento del negocio asegurador a nivel global. Por otro lado, una inflación más persistente de lo previsto puede repercutir en el corto plazo en la rentabilidad del sector asegurador, en especial si la situación continúa prolongándose en el tiempo y los efectos de segunda ronda comienzan a producirse de forma más generalizada y persistente, aumentando la presión sobre los precios de los seguros. No obstante, los efectos negativos que la reapertura económica tuvo sobre la siniestralidad en 2021 para algunas líneas de negocio (como las de autos, vida o salud) tienden a corregirse, por lo que el panorama de la rentabilidad del negocio asegurador (a pesar del repunte de la inflación) continúa siendo

favorable, lo que, unido a una mayor sensibilidad al riesgo por parte de los agentes económicos que sigue sosteniendo la demanda de aseguramiento, dibuja un panorama general positivo en 2022 para el desarrollo del negocio asegurador.

En los mercados desarrollados, la recuperación económica continuará apoyando al sector asegurador, aunque previsiblemente en menor medida por la desaceleración del crecimiento económico en algunos mercados, así como por el entorno de bajos tipos de interés que continuará pesando sobre el negocio de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, a pesar del cambio de orientación en las medidas de política monetaria de los bancos centrales respecto de la retirada de estímulos monetarios, que en cualquier caso será gradual y con una intensidad diferente en función de la situación de cada economía. Por otro lado, el buen comportamiento que han tenido los principales índices de los mercados de valores a nivel mundial han contribuido al desarrollo de los seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión, pero han llevado a los índices a tocar máximos históricos en algunos mercados, lo que introduce volatilidad e incertidumbre en cuanto a si se van a poder mantener en el tiempo y sobre el efecto que pueda tener la retirada de los estímulos monetarios en estos mercados. Todo ello puede restar cierto dinamismo al negocio de los seguros de Vida inversión que afronta un panorama más complejo en el que, sin duda, el mercado de bonos va a tener un mayor protagonismo.

Los mercados emergentes, por su parte, presentan un panorama dispar, con una desaceleración en el crecimiento económico que afectará de forma menos acusada a los emergentes asiáticos y en mayor medida a otras regiones, como es el caso de América Latina donde algunos bancos centrales comenzaron ya en 2021 con la retirada de estímulos, e incluso con el endurecimiento de

la política monetaria más allá de los niveles anteriores a la pandemia ante el fuerte aumento de la inflación (notablemente por encima de sus objetivos de política monetaria). En 2021, la región de América Latina recuperó gran parte de la caída del PIB sufrida en el año previo con la ayuda del repunte en el precio del petróleo, los minerales y de las materias primas en general, y por el buen comportamiento de las economías de los Estados Unidos y China (sus dos principales socios comerciales). Sin embargo, se prevé que en 2022 el impulso recibido sea menor, en un entorno de reducción de estímulos fiscales y monetarios, altos ratios de endeudamiento y mayor presión sobre sus respectivas divisas por el endurecimiento previsto de la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos, anticipando una desaceleración acusada de sus respectivas economías, lo que puede traducirse en un menor crecimiento de sus mercados aseguradores. No obstante, las subidas de tipos que se están produciendo han generado un entorno de tipos de interés favorable para el desarrollo del negocio de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, al aumentar el tipo de interés que puede garantizarse en las nuevas pólizas que se lanzan al mercado, y la demanda por parte de hogares y empresas de productos financieros que les permitan protegerse de la inflación y contra los riesgos relacionados con la salud y el fallecimiento.

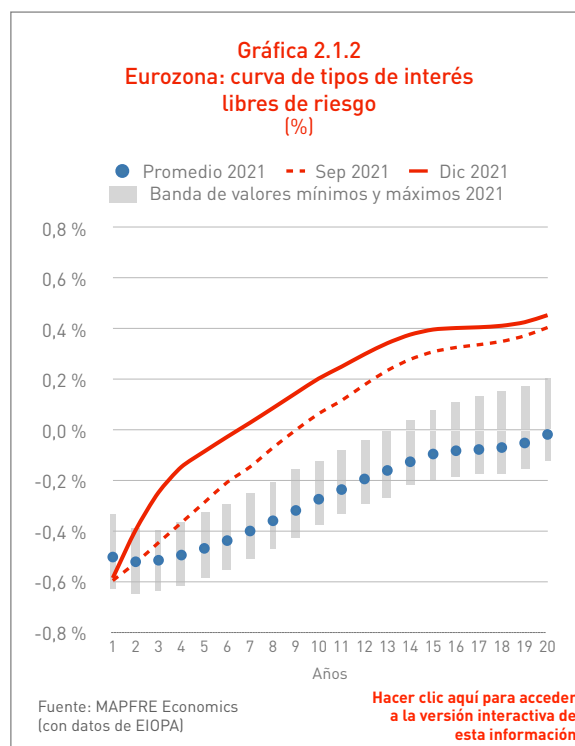
2.1.2 Eurozona

En la Eurozona, en 2022, se superarán los niveles del PIB anteriores a la pandemia, con un crecimiento previsto del 3,9% frente al 5,1% de 2021 (-6,5% en 2020), lo que supone una ligera desaceleración, pero continúa siendo un crecimiento económico robusto y favorable para el desarrollo del sector asegurador. No obstante, será un crecimiento dispar entre las distintas economías de la Unión Monetaria, y las interrupciones en las cadenas de suministros (aunque comienzan a mejorar) continuarán afectando de manera particular al sector automovilístico por la escasez de chips necesarios para su producción, lastrando las nuevas matriculaciones y repercutiendo de forma negativa en el negocio de los seguros de autos, situación que puede revertir a lo largo del año. Por ello, las expectativas son, en general, de mejoría, teniendo en cuenta la previsión de crecimiento económico y la

existencia de una cierta demanda embalsada ante esta situación.

Por otro lado, la recuperación económica y el repunte de la inflación están motivando un cambio de orientación en la política monetaria ultra acomodaticia que venía aplicando el Banco Central Europeo (BCE), entrando en un contexto de reducción gradual de los programas de adquisiciones netas de activos, pero con un nivel de tipos de interés libres de riesgo que continuarán siendo bajos e incluso negativos en los tramos corto y medio de la curva, lo que seguirá lastrando el negocio de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales.

En este sentido, en su reunión de diciembre, el BCE decidió mantener los tipos de interés a corto plazo en los niveles actuales (0% las operaciones principales de financiación y -0,5% la facilidad de depósitos). En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA)⁴, que se ilustran en la Gráfica 2.1.2, se aprecia, sin embargo, una nueva subida del tipo de interés libre de riesgo en todos sus tramos (excepto en los vencimientos cortos), que quedan ya claramente por encima de los niveles alcanzados en los peores momentos de la crisis, con tipos positivos a partir de



vencimientos por encima de seis años (el resto continúan en terreno negativo y por debajo de un año están todavía anclados en niveles inferiores a los máximos alcanzados en 2020). Por tanto, a pesar del nuevo repunte en los tipos de interés libres de riesgo, su nivel continúa siendo bajo, lo que favorece la recuperación económica y la actividad del sector asegurador (especialmente a sus líneas de negocio de No Vida), pero perjudica al negocio de Vida tradicional y a la rentabilidad de las entidades aseguradoras. Por otro lado, el índice Euro Stoxx 50 (y en general los principales mercados de valores a nivel mundial) tuvo un buen comportamiento en 2021, aunque ha sufrido un repunte en su volatilidad por la mayor incertidumbre generada a consecuencia de las mutaciones del virus. A pesar de ello, continúa mostrando un buen comportamiento, lo cual favorece el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, especialmente en el entorno de tipos de interés reales negativos en el que continúa sumida la economía de la Eurozona.

2.1.3 Alemania

La previsión para 2022 es que la economía alemana acelere su crecimiento hasta situarse en el 3,9% frente al 2,5% de 2021 (-4,9%, en 2020). Aun así, esto supone una nueva revisión a la baja de la estimación de crecimiento motivada por la persistencia de los problemas en las cadenas de suministros y por el fuerte repunte en los precios de la energía que se estima se irán corrigiendo a lo largo del año. En cualquier caso, el consumo privado será el principal motor del crecimiento económico y, en menor medida, la inversión, por lo que el entorno será favorable para el desarrollo del sector asegurador.

Por otro lado, la rentabilidad del bono soberano alemán está experimentando un repunte significativo al alza respecto del tercer trimestre y presenta niveles positivos en todos los plazos superiores a los diez años a principios de 2022. A pesar de los mensajes del BCE de retirada gradual de los estímulos monetarios extraordinarios implementados a consecuencia de la pandemia (ante el aumento de la inflación) y del repunte en la rentabilidad del bono soberano alemán, el entorno continúa complicado para el negocio de Vida ahorro y de

rentas vitalicias tradicionales dados los bajos niveles de los tipos de interés nominales (negativos en el bono a diez años y vencimientos inferiores), lo que conlleva una situación de intereses reales negativos. El DAX alemán, por su parte, continúa con un comportamiento más lateralizado y se está mostrando más volátil, pero en niveles cercanos a sus máximos históricos, lo que puede complicar el desarrollo de productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, especialmente en la comercialización de este tipo de productos para los ahorradores de perfil más conservador, aunque el entorno sigue siendo favorable para estos productos ante el repunte de la inflación.

2.1.4 Italia

La previsión para la economía italiana en 2022 es de un crecimiento del PIB del 4,4%, lo que supone una desaceleración frente al crecimiento de 2021 del 6,3% (-9,0% en 2020). Se trata de un crecimiento que sigue siendo robusto y que le permitirá superar este año el nivel precrisis, gracias al buen comportamiento del consumo y la inversión privados (con la ayuda de los fondos europeos para la recuperación), y a pesar del lastre del sector exterior a consecuencia de los altos precios de la energía y de la escasez en la cadena de suministros que tenderán a corregirse a lo largo del año. En cualquier caso, el crecimiento económico previsto para este año continuará dando apoyo al desarrollo del negocio de su mercado asegurador.

Por otro lado, la retirada progresiva por parte del BCE de los estímulos monetarios extraordinarios implementados a raíz de la pandemia y, en particular, la reducción en el ritmo de adquisiciones netas de bonos soberanos y corporativos está provocando un repunte en la prima de riesgo y la prima por plazo de la deuda soberana italiana, en línea con la inflación (del 3,9% en el mes de diciembre), aunque el nivel de los tipos de interés nominales continúa deprimido, por debajo de la inflación, lo que conlleva una situación de intereses reales negativos que complican la comercialización de los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales. Por otra parte, el FTSE MIB ha comenzado el año con una corrección, después de alcanzar niveles máximos de la última

década, lo que puede ralentizar el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión que han venido cobrando importancia en el mercado italiano en los últimos años, ante el entorno sostenido de bajos tipos de interés y, últimamente, como una alternativa para protegerse contra el repunte de la inflación.

2.1.5 España

En España, las previsiones indican que la economía se acelerará en 2022 apoyada en el crecimiento del consumo privado y de la inversión (con el apoyo de la implementación de los paquetes de ayudas fiscales de la Unión Europea), lo que favorecerá el desarrollo del mercado asegurador. El crecimiento económico previsto en 2022 lo situamos en el 5,5%, frente al 4,9% de 2021 [-10,8% de 2020]. Por el momento, la incertidumbre continúa alta por la variante Ómicron que está afectando a sectores importantes para la economía española como es el turismo. Asimismo, la escasez de suministros continúa ralentizando los niveles de producción en determinados sectores de actividad, como es el caso del automovilístico, lastrando las exportaciones y las nuevas matriculaciones de vehículos. No obstante, se prevé que la última situación mejore en los próximos meses, lo que puede ayudar a recuperar el negocio de los seguros de autos que viene sufriendo esta situación y que puede estar generando una demanda embalsada que se traduciría en mayores crecimientos en esta línea de negocio cuando se normalice la situación de este sector (véase el Recuadro 2.1.5).

El negocio para los seguros de Vida vinculados al ahorro continuará marcado por el entorno de bajos tipos de interés, a pesar del repunte de la inflación y del cambio de orientación de la política monetaria del BCE hacia una retirada gradual de los estímulos monetarios extraordinarios aplicados a consecuencia de la pandemia que, de momento, afectan únicamente a los programas de adquisición de activos con el fin de reducir el ritmo de compras netas de bonos soberanos y corporativos, por lo que la previsión es que las primas de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias tradicionales todavía queden lejos de los niveles precrisis. La renta variable sigue percibiéndose como una alternativa para

protegerse contra el entorno de bajos tipos de interés y el repunte de la inflación en un entorno de tipos de interés reales negativos, situación que está favoreciendo el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales siguen cobrando importancia en el mercado español en volumen y en número de asegurados. El negocio de Vida riesgo, por su parte, puede verse beneficiado de una mayor sensibilidad al riesgo de fallecimiento de hogares y empresas a consecuencia de la pandemia.

2.1.6 Reino Unido

La previsión para la economía del Reino Unido en 2022 anticipa un crecimiento del PIB del 4,4%, lo que supone una desaceleración frente al crecimiento de 2021 del 7,0% [-9,4% en 2020], aunque sigue siendo un crecimiento significativo que le permitirá superar este año el nivel precrisis, gracias al buen comportamiento del consumo y de la inversión privados, pero lastrado por el sector exterior a consecuencia de los altos precios de la energía y de la escasez en la cadena de suministros que tenderán a corregirse a lo largo del año. En cualquier caso, el crecimiento económico previsto para este año continuará dando apoyo al desarrollo del negocio de su mercado asegurador.

Respecto a los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales, en las curvas de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.6) se aprecia nuevamente un movimiento ascendente de los tipos de interés en los tramos corto y medio de la curva que incrementa su pendiente positiva en estos tramos. Ello se debe al endurecimiento de la política monetaria por parte del Banco de Inglaterra, que ha sido de los primeros bancos centrales de los países desarrollados que ha comenzado a incrementar los tipos de interés; en el mes de diciembre, lo hizo en 25 puntos básicos (en contra de lo esperado), a consecuencia del repunte de la inflación (5,1% en el mes de noviembre). Sin embargo, la incertidumbre sobre la persistencia de la inflación y la futura orientación de la política monetaria está produciendo distorsiones en una curva que en los tramos más largos presentaba en diciembre una pendiente negativa. Esto supone una cierta mejoría en el

Recuadro 2.1.5
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Actualización

Durante el cuarto trimestre de 2021, se experimentó un incremento importante de la incidencia del Covid-19 por la aparición de la variante Ómicron. No obstante, su menor letalidad y el despliegue de la vacunación (que supera el 80% de la población adulta con pauta completa en España) hicieron que la presión hospitalaria fuese limitada y, en consecuencia, que los niveles de restricción social fueran mucho menores que en las olas anteriores de la pandemia. Aunque la incertidumbre económica repuntó levemente, se mantuvo por debajo de la media registrada desde marzo 2020, y las confianzas de minoristas y servicios (claves en la economía española) se moderaron, aunque no deshicieron la recuperación ganada desde mediados de 2020 (véase las Gráficas A y B).

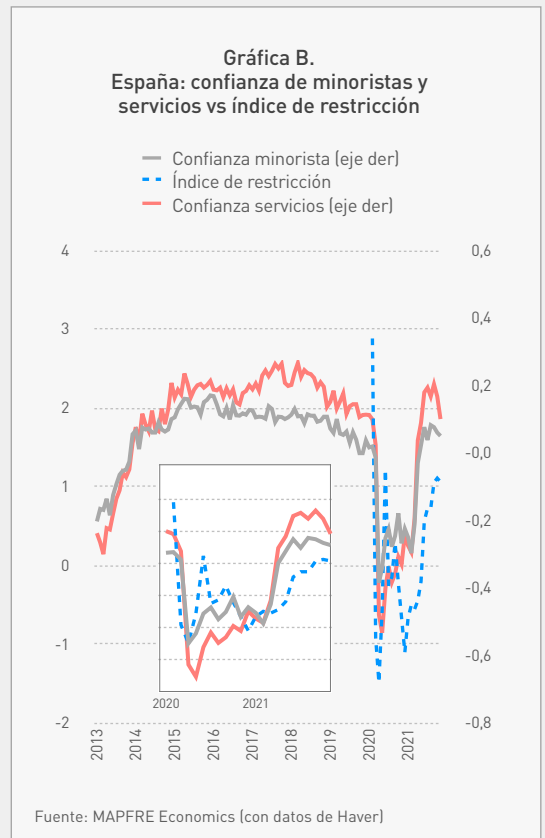
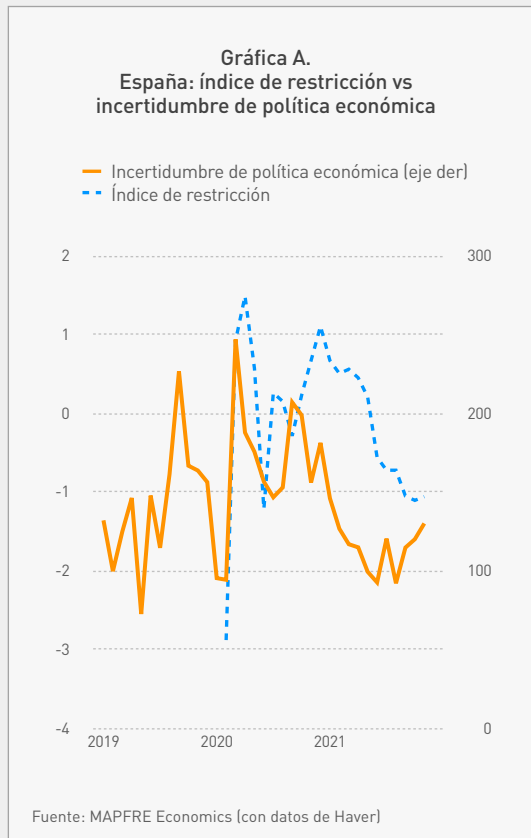
En este contexto, el mercado asegurador español creció 5%, medido en primas totales, contribuyendo a este crecimiento el segmento de Vida en algo menos de una tercera parte, al

crecer un 7,9%, y el segmento de No Vida en algo más de dos terceras partes, al crecer 3,3% en tasa interanual.

Segmento No Vida

El crecimiento del segmento No Vida encontró soporte tanto en el crecimiento de los ramos no cíclicos (Salud y Multirriesgo Particular), que aportaron casi dos terceras partes del crecimiento registrado, como de los ramos cíclicos, a excepción de Autos (Multirriesgo Comercial y resto de ramos), los cuales, conjuntamente, aportaron algo más de una tercera parte al crecimiento de las primas No Vida (mientras que un año antes restaban casi 60 puntos básicos al crecimiento). Lo anterior, es evidencia de la recuperación cíclica que ha experimentado la economía española, cuyo crecimiento estimamos se situará en el entorno del 4,9% (en términos reales) en 2021.

Por lo que se refiere al ramo de Autos, sin embargo, este mantuvo su atonía, respondiendo a lo



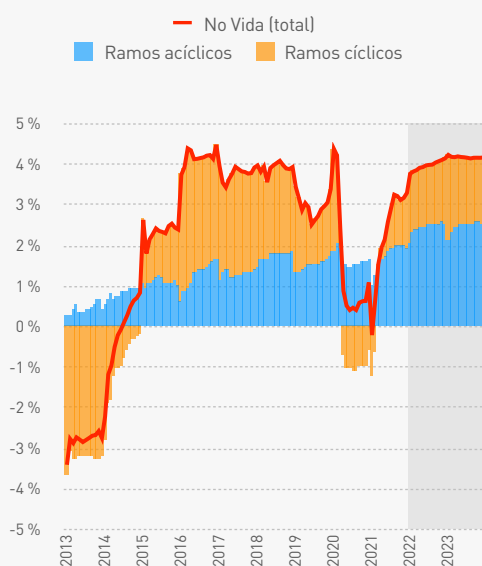
Recuadro 2.1.5 (continuación) España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

que denominábamos en el informe de hace un año como un problema estructural (2 millones menos de matriculaciones desde 2019), lo que muestra una cierta falta de sensibilidad a la recuperación del consumo en esta etapa de la pandemia. De hecho, la aportación al crecimiento de las primas del ramo de Autos ha pasado de ser -0,6% en el cuatro trimestre de 2020, a -0,3% en mismo período de 2021, dando muestras de que los problemas del segmento persisten.

El desarrollo de las primas en el segmento de los seguros de No Vida de 2021 ha sido consistente con nuestra previsión hecha a principios del año pasado, en la que se anticipaba un crecimiento de 3,9% a/a (contra el 3,3% realmente alcanzado), guiado precisamente por los factores cíclicos y acíclicos mencionados. Precisamente ha sido un desarrollo más acusado de nuestra previsión para el ramo de Autos, la que ha hecho que la cifra haya sido inferior a lo previsto en nuestro escenario base; es decir, la visión de la recuperación naciente entonces y los factores que la guiaban ha sido la correcta, y los problemas en algunos ramos que identificábamos también.

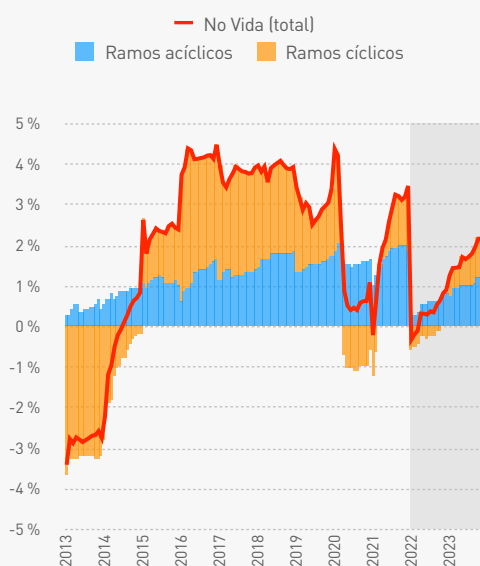
A un año vista, consideramos que en nuestro escenario base (*escenario optimista*) la normalización post Covid-19 continua sin sobresaltos en las variantes ni en su gestión, con la población vacunada y resistente a la incertidumbre derivada del fenómeno epidemiológico. Sin embargo, en el escenario alternativo (*escenario pesimista*) esto no es así por motivos que no elaboramos. En suma, esperamos un crecimiento del 5,5% real de la economía española en 2022, y menos de la mitad en el escenario alternativo. Esto tendrá efectos sobre la demanda de aseguramiento No Vida, afianzando la demanda de bienes superiores (asegurados por ramos de Salud y Multirriesgo Particular) que acelerarán su crecimiento moderadamente, limitando el deterioro adicional del ramo de Autos y acelerando la demanda del resto de ramos cíclicos. Con todo ello, esperamos que las primas No Vida crezcan cerca de 4,0%, crecimiento al que aportará en dos terceras partes los ramos acíclicos (Salud y Mutirriesgo Particular) y una tercera parte los ramos cíclicos (Multirriesgo Comercial y resto de ramos) mientras que Autos dejará de lastrar el crecimiento. Cabe señalar que este 4,0% está

Gráfica C.
Escenario optimista: contribución
al crecimiento de ramos No Vida
[%]



Fuente: MAPFRE Economics

Gráfica D.
Escenario pesimista: contribución
al crecimiento de ramos No Vida
[%]



Fuente: MAPFRE Economics

Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Tabla A.
No Vida (escenario optimista): previsiones de crecimiento de primas,
modelo por componentes vs modelos de fundamentales
(tasa interanual,%)

Período	No Vida						
	Modelo de fundamentales ¹	Escenario optimista					
		Total No Vida	Autos	MRC*	Resto	MRP**	Salud
Q1	1,5 %	1,5 %	-1,8 %	4,3 %	1,2 %	3,7 %	3,9 %
Q2	3,4 %	3,4 %	-0,1 %	3,8 %	3,8 %	4,5 %	4,8 %
Q3	3,2 %	3,2 %	-0,9 %	7,7 %	4,5 %	5,4 %	5,0 %
2021 Q4	3,3 %	3,3 %	-0,9 %	7,7 %	5,6 %	4,6 %	4,9 %
Q1	4,2 %	3,7 %	-1,0 %	7,7 %	4,3 %	6,0 %	6,3 %
Q2	4,4 %	3,9 %	-0,7 %	7,7 %	4,4 %	5,9 %	6,3 %
Q3	4,3 %	3,9 %	-0,4 %	7,7 %	4,4 %	5,9 %	6,3 %
2022 Q4	4,2 %	4,0 %	-0,1 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %
Q1	4,5 %	4,2 %	0,2 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %
Q2	4,6 %	4,2 %	0,3 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %
Q3	4,5 %	4,2 %	0,3 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %
2023 Q4	4,4 %	4,2 %	0,3 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %
Q1	4,4 %	4,2 %	0,3 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %
Q2	4,4 %	4,2 %	0,3 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %
Q3	4,4 %	4,2 %	0,3 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %
2024 Q4	4,4 %	4,2 %	0,3 %	7,7 %	4,5 %	5,8 %	6,3 %

Fuente: MAPFRE Economics

1/ Promedio de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

*Multirriesgo Comercial

**Multirriesgo Particular

Tabla B.
No Vida (escenario pesimista): previsiones de crecimiento de primas,
modelo por componentes vs modelos de fundamentales
(tasa interanual,%)

Período	No Vida						
	Modelo de fundamentales ¹	Escenario pesimista					
		Total No Vida	Autos	MRC*	Resto	MRP**	Salud
Q1	1,5 %	1,5 %	-1,8 %	4,3 %	1,2 %	3,7 %	3,9 %
Q2	3,4 %	3,4 %	-0,1 %	3,8 %	3,8 %	4,5 %	4,8 %
Q3	3,2 %	3,2 %	-0,9 %	7,7 %	4,5 %	5,4 %	5,0 %
2021 Q4	3,3 %	3,3 %	-0,9 %	7,7 %	5,6 %	4,6 %	4,9 %
Q1	-0,2 %	-0,2 %	-1,6 %	-1,9 %	0,0 %	-0,1 %	1,5 %
Q2	0,2 %	0,2 %	-1,9 %	-1,6 %	1,1 %	0,4 %	2,0 %
Q3	0,4 %	0,4 %	-2,0 %	-1,6 %	1,9 %	0,4 %	2,2 %
2022 Q4	0,8 %	0,8 %	-1,7 %	-0,4 %	2,0 %	1,1 %	2,5 %
Q1	1,3 %	1,3 %	-1,4 %	0,7 %	2,7 %	1,6 %	2,9 %
Q2	1,6 %	1,6 %	-1,1 %	0,2 %	3,4 %	1,5 %	3,1 %
Q3	1,8 %	1,8 %	-0,8 %	1,4 %	3,7 %	1,6 %	3,2 %
2023 Q4	2,1 %	2,1 %	-0,5 %	1,5 %	4,0 %	1,9 %	3,5 %
Q1	2,1 %	2,1 %	-0,5 %	1,5 %	4,0 %	1,9 %	3,5 %
Q2	2,1 %	2,1 %	-0,5 %	1,5 %	4,0 %	1,9 %	3,5 %
Q3	2,1 %	2,1 %	-0,5 %	1,5 %	4,0 %	1,9 %	3,5 %
2024 Q4	2,1 %	2,1 %	-0,5 %	1,5 %	4,0 %	1,9 %	3,5 %

Fuente: MAPFRE Economics

1/ Promedio de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

*Multirriesgo Comercial

**Multirriesgo Particular

Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

muy cerca de lo que consideramos que es el crecimiento de largo plazo de las primas nominales en un entorno de inflación moderada a largo plazo.

Por otra parte, en un escenario pesimista, el deterioro de las confianzas se acentúa mucho e impacta a través de los canales reales y financieros de la economía. Muchos problemas de liquidez y actividad se vuelven de solvencia y pueden llegar a tener un impacto estructural. En este contexto, la aportación de la demanda de ramos acíclicos (Salud y Multirriesgo Particular) se desacelera, aportando la mitad que en el escenario base, mientras que los ramos más cíclicos (Multirriesgo Comercial, Autos y resto de ramos) se contraen con fuerza detrayendo a la demanda final. Bajo este escenario de análisis, la demanda No Vida crece por debajo de 1% nominal, lo que supone una contracción real de la demanda, algo que en el escenario optimista se descartaba (véanse las Gráficas C y D, y las Tablas A y B).

Por último, en un contexto de recuperación de largo plazo, la demanda No Vida oscilaría alrededor del 4,1%, una cifra que nos es revelada tanto por un enfoque de fundamentales como por el análisis por componentes (véase la referida Tabla A). En el escenario alternativo, el crecimiento de largo plazo es cercano al 2%, lo que supone un deterioro estructural del sector (véase la referida Tabla B). No obstante, se trata de un escenario al que damos muy baja probabilidad.

Segmento Vida

Por lo que se refiere al segmento de los seguros de Vida, sorprendentemente las primas han crecido en 2021 casi 8%, como consecuencia de un buen desarrollo del ramo Vida riesgo (3,5%), gracias al crecimiento del mercado inmobiliario que ha registrado su mejor avance desde 2008, pero fundamentalmente como consecuencia de un crecimiento significativo del ramo de Vida Ahorro del 9,1%. Ha sido la contribución del ramo de Vida ahorro, la que ha llevado a este segmento del sector asegurador español a registrar su mayor crecimiento en 4 años.

Nuestro modelo de fundamentales anticipaba un desempeño muy distinto al que finalmente se verificó, previendo una contracción del ramo Vida ahorro cercana al 7%, atendiendo a dinámicas de ahorro y tipos de interés, y entre -25% y -45%, atendiendo al desarrollo de este ramo en función de la actividad, la incertidumbre y la liquidez. Se trataba de un crecimiento en el que se aceleraba cíclicamente (por efecto de la pandemia del Covid-19) a una tendencia estructural que ya lastraba al sector, resultado de un entorno de bajos tipos de interés que preveíamos sería duradera. No contábamos, sin embargo, con el carácter no lineal de la demanda de productos de ahorro cuando la incertidumbre se disipa y se frena la búsqueda de liquidez a través de los rescates de pólizas, en un contexto de menor incertidumbre post Covid-19, en el que, además, intervinieron los mecanismos de ayuda implementados (ERTEs, garantías de crédito, etc.). Esta situación, en conjunto, explicaría el crecimiento de las primas de Vida ahorro, pese al contexto general que se anticipaba poco favorable.

En este momento, consideramos que el contexto de fondo permanece, la curva de tipos seguirá baja y la producción aseguradora y la demanda encontrarán pocos incentivos hacia adelante, al menos hasta 2023/2024 (cuando se prevé la normalización monetaria). Por este motivo, pese al repunte eventual del 2021, esperamos que la demanda en el segmento de Vida se contraiga en 2022, cuando las buenas noticias y la ayuda del año pasado se hayan incorporado totalmente en las expectativas de los agentes. Así, esperamos que las primas Vida ahorro se contraigan cerca del -4,6% en 2022, y provoquen que el negocio Vida, en general, lo haga en similar cuantía. En un escenario pesimista, en el que la economía se estanque, las confianzas se quiebren y las condiciones financieras y la liquidez se vean tensionadas, los rescates volverían, así como la atenuación del consumo. En ese caso, podrían esperarse contracciones muy severas, pero no imposibles, que podrían contraer aún más este segmento de la demanda aseguradora (véanse las Gráficas E y F, así como la Tabla C).

Recuadro 2.1.5 (continuación)
España: actualización de previsiones de crecimiento de primas

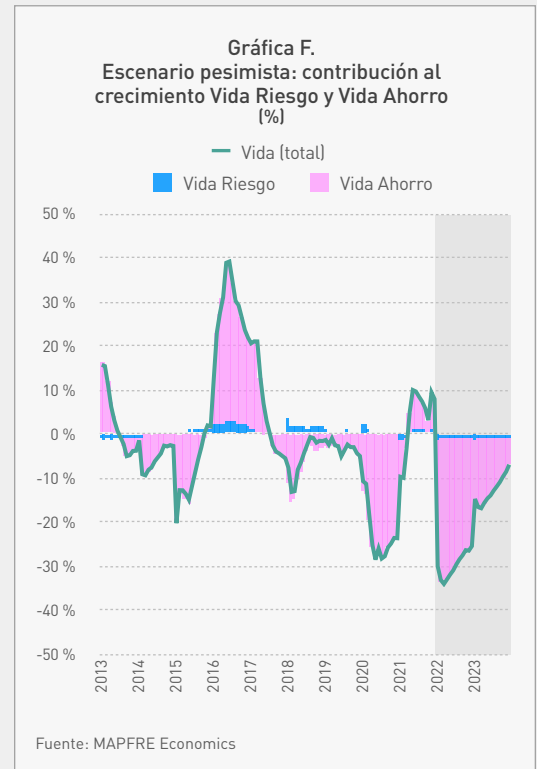
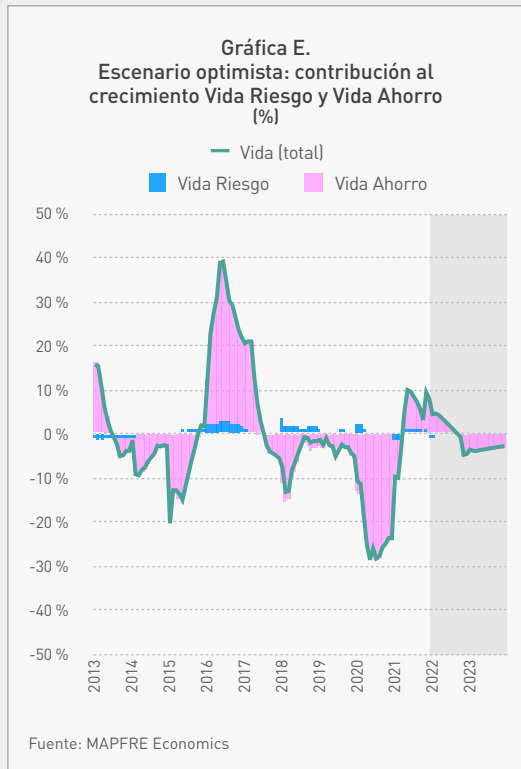
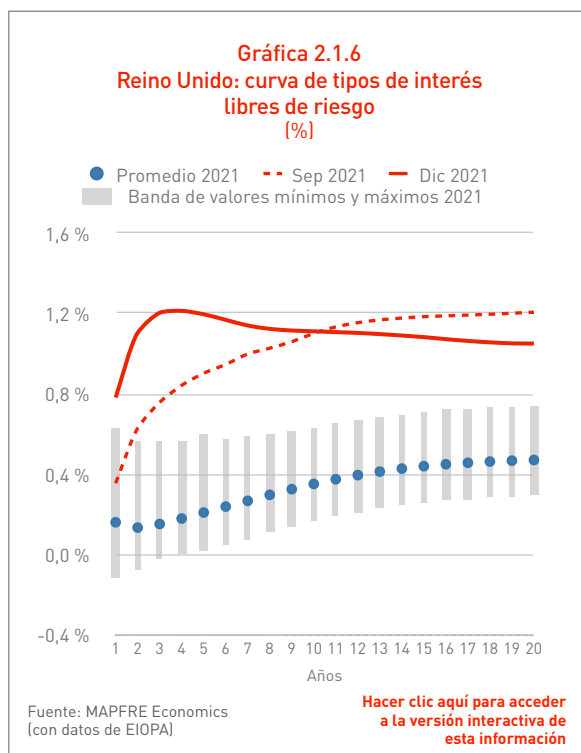


Tabla C.
Vida (escenarios optimista y pesimista): previsiones de crecimiento de primas, modelo por componentes vs modelos de fundamentales (tasa interanual,%)

Período	Vida						
	Modelo de fundamentales ¹	Escenario optimista			Escenario pesimista		
		Total Vida	Ahorro	Riesgo	Total Vida	Ahorro	Riesgo
Q1	-3,2 %	-3,2 %	-3,7 %	-1,9 %	-3,2 %	-3,7 %	-1,9 %
Q2	9,2 %	9,2 %	10,6 %	5,2 %	9,2 %	10,6 %	5,2 %
Q3	5,7 %	5,7 %	6,0 %	5,1 %	5,7 %	6,0 %	5,1 %
2021 Q4	7,9 %	7,9 %	9,1 %	3,5 %	7,9 %	9,1 %	3,5 %
Q1	8,1 %	2,1 %	2,2 %	-1,2 %	-43,7 %	-45,0 %	-3,2 %
Q2	8,7 %	0,1 %	0,1 %	-0,9 %	-38,8 %	-39,9 %	-3,0 %
Q3	7,9 %	-2,1 %	-2,2 %	-0,7 %	-34,3 %	-35,3 %	-2,8 %
2022 Q4	7,9 %	-4,5 %	-4,6 %	-0,4 %	-31,1 %	-32,0 %	-2,6 %
Q1	8,5 %	-3,8 %	-3,9 %	-0,2 %	-25,4 %	-26,2 %	-2,0 %
Q2	8,2 %	-3,4 %	-3,5 %	0,0 %	-19,6 %	-20,1 %	-2,0 %
Q3	7,7 %	-3,1 %	-3,2 %	0,0 %	-14,8 %	-15,2 %	-2,0 %
2023 Q4	7,4 %	-2,8 %	-2,9 %	0,0 %	-8,9 %	-9,1 %	-2,0 %
Q1	7,4 %	-2,8 %	-2,9 %	0,0 %	-8,9 %	-9,1 %	-2,0 %
Q2	7,4 %	-2,8 %	-2,9 %	0,0 %	-8,9 %	-9,1 %	-2,0 %
Q3	7,4 %	-2,8 %	-2,9 %	0,0 %	-8,9 %	-9,1 %	-2,0 %
2024 Q4	7,4 %	-2,8 %	-2,9 %	0,0 %	-8,9 %	-9,1 %	-2,0 %

Fuente: MAPFRE Economics
 1/ Promedio de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos



entorno para el desarrollo de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales por el repunte en los tipos de interés y del incremento de la prima por plazo en el tramo corto y medio, aunque los tipos de interés nominales continúan en niveles bajos, inferiores a la inflación, lo que sigue siendo un lastre para este negocio. Por otro lado, el FTSE 100 está cerca de sus máximos históricos y se ha elevado su volatilidad, lo que puede complicar la comercialización de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, muy arraigados en este mercado si bien continúan siendo una alternativa para protegerse contra el repunte de la inflación ante un contexto de intereses reales negativos.

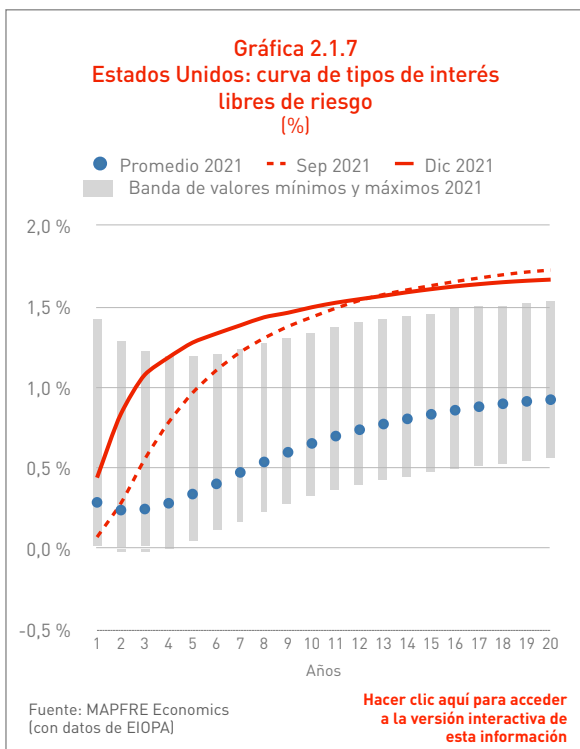
2.1.7 Estados Unidos

Se prevé que en 2022 la economía de los Estados Unidos siga creciendo con fuerza, aunque de forma más moderada que el año previo, estimándose un crecimiento del 4,0% frente al 5,6% de 2021 (-3,4% en 2020), en un contexto de progresivo endurecimiento de la política monetaria ultra laxa que venía aplicando la Reserva Federal, ante el repunte de la inflación. Continuarán, sin embargo, implementándose amplios paquetes de estímulos fiscales en apoyo del crecimiento económico, el cual está favoreciendo el

desarrollo del negocio asegurador y se prevé que lo siga haciendo en 2022. No obstante, el repunte de la inflación y la presión al alza de los salarios pueden influir de forma negativa en su rentabilidad, por el incremento del coste que esto supone, situación que podría comenzar a corregirse a medida que se materialice el cambio de orientación hacia una política monetaria menos acomodaticia y comiencen a subir los tipos de interés.

En cuanto al negocio de Vida, este se verá igualmente beneficiado por el crecimiento económico previsto para 2022 y por una mayor sensibilidad al riesgo a consecuencia de la pandemia, pero puede verse afectado de forma negativa por el cambio de orientación de la Reserva Federal hacia una política monetaria menos acomodaticia, al generar una expectativa de subidas de tipos de interés que pueden retrasar la decisión de adquirir productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales en tanto estas se materializan. Por otro lado, los mercados de renta variable también lo están acusando con un aumento en la volatilidad y rotaciones en la composición de las carteras ante el nuevo escenario de tipos de interés, lo que puede complicar la comercialización de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume riesgo de inversión, muy comunes en este mercado.

Este cambio de orientación en la política monetaria se ha visto reflejado en las últimas curvas de tipos del mes de diciembre producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.7), en las que vuelve a apreciarse una subida de la curva en todos sus tramos, aunque en los vencimientos más cortos se encuentran notablemente por debajo de los niveles máximos alcanzados en el año previo. Por su parte, se aprecia también un repunte de los tipos en los tramos medios (no en los tramos largos), los cuales se encuentran claramente por encima de los niveles máximos del año anterior, volviendo a ganar pendiente. A pesar de poder ofrecer una prima por plazo positiva, el entorno de tipos de interés continúa siendo desfavorable para la comercialización de productos de ahorro por los bajos niveles de los tipos de interés y por las expectativas de que se puedan producir nuevas subidas que afecten a todos los tramos de la curva. Por otro lado, los mercados de valores tuvieron un comportamiento excepcional en los tres últimos años, pero podrían estar dando



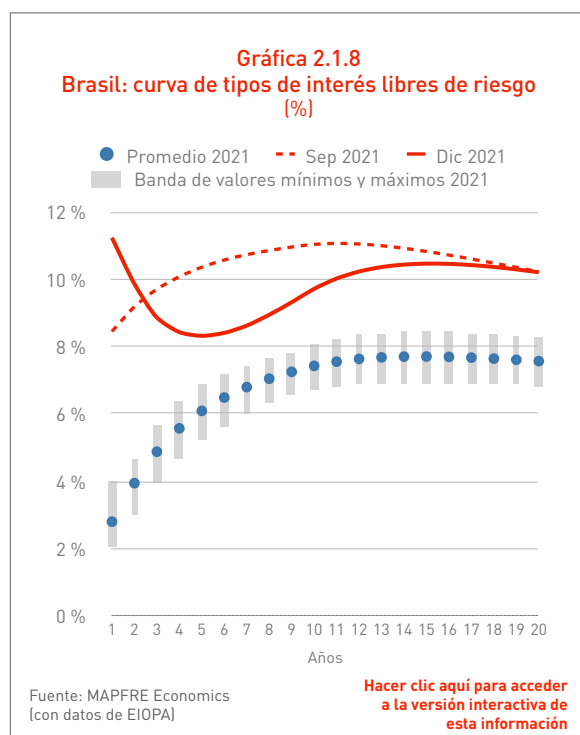
muestras de agotamiento tras tocar máximos históricos y por el efecto que puede tener una subida de tipos de interés (tanto del componente libre de riesgo como el de las primas de riesgo por la reducción en los programas de compras de activos) en la valoración de las carteras de bonos, que tuvieron un peor comportamiento en 2021, pero para los cuales mejoran las expectativas en 2022 al poder ofrecer mayores rentabilidades⁵. Estos factores hacen algo más complicado el panorama del negocio de los seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que deberán ir adaptando sus productos a un nuevo entorno de tipos de interés en la renta fija y de mayor volatilidad y menor rentabilidad en la renta variable, en función del perfil de riesgo de los asegurados.

2.1.8 Brasil

Para el año 2022, se estima que la economía brasileña se desacelerará, con un crecimiento del PIB real previsto del 0,5%, frente al buen comportamiento de 2021, año en el que el PIB real creció un 4,6%, superando el nivel anterior a la pandemia (-4,2% en 2020). La reactivación económica y el aumento en los precios de la energía han provocado un fuerte repunte de la inflación que ha obligado al banco central a endurecer su política monetaria, revirtiendo las

medidas de expansión adoptadas para luchar contra los efectos económicos provocados por la pandemia. La situación de desaceleración económica en 2022 puede ralentizar el crecimiento de los seguros de No Vida, que en 2021 venían experimentando una notable recuperación (véase el Recuadro 2.1.8).

Por otro lado, continúa el decidido proceso de endurecimiento de la política monetaria implementado por parte del Banco de Brasil, que elevó nuevamente los tipos de interés en el mes de diciembre hasta el 9,25% (quinta subida de tipos aplicada en 2021 desde el 2%), estimándose que podría aplicar alguna subida adicional en los primeros meses de 2022 para luego estabilizarse. En la curva de tipos de interés libre de riesgo de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8), se observa una acusada inversión de la curva de tipos libres de riesgo y la fuerte intervención del banco central en su lucha contra la inflación (que alcanzó el 10,06% en el mes de diciembre, muy superior a su objetivo del 5%), con una curva con tipos a corto plazo significativamente por encima de los niveles que presentaba en 2020. Este entorno de tipos de interés con mayores niveles es altamente favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro (centrados en los tipos a corto plazo), que pueden seguir experimentando un importante crecimiento en su volumen de negocio, como



Recuadro 2.1.8 Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Actualización

La actualización que aquí se ofrece respecto a las previsiones de crecimiento de primas para el mercado asegurador brasileño para el período 2022-2024, han sido preparadas en base a nuestro modelo por ramos cíclicos y acíclicos, y empleando información de alta frecuencia recogida en indicadores mensuales y su reacción a los niveles de restricción social que expresamos en un indicador de restricción. La colección gráfica que dibuja el escenario central (escenario optimista) y estresado (escenario pesimista) se recoge en las Gráficas A y B.

Como se puede apreciar en las referidas gráficas, el índice de restricciones sociales en Brasil continuó su descenso durante buena parte del cuarto trimestre y hasta mediados de diciembre de 2021, cuando irrumpió la más reciente ola del Covid-19, con la variante "Ómicron". Aunque las restricciones frenaron su caída, se ubicaron a final de ese mes en niveles tolerables y que, en todo caso, poco se pueden reflejar sobre la actividad del trimestre por ser bastante tardíos. Se aprecia que, hasta diciembre, repuntó la capacidad utilizada, los ingresos por servicios y el REER; asimismo, las expectativas en general mejoraban por tercera vez consecutiva y las expectativas de inflación repuntaban. De otro lado, la producción de autos languidecía y la concesión de crédito se desaceleraba; de igual forma, la incertidumbre de política económica se deterioraba.

Desempeño del mercado

En este contexto, se ha experimentado un crecimiento de las primas de seguros No Vida de Brasil en torno al 14% a/a (hasta noviembre), desempeño superior al predicho por nuestros modelos tanto de fundamentales (10%) como de componentes cíclicos y acíclicos (5,7%) bajo el escenario optimista. Este *overshooting* de las previsiones para el último trimestre de 2021 ha tenido lugar debido a una mejora en la contribución de las primas de Autos al total que no anticiparon nuestros modelos, y que a final de año aportaba casi una tercera parte del crecimiento de las primas No Vida en ese mercado. Dada la situación cíclica, no contábamos con este efecto y, aunque la

previsión de la aportación del resto de ramos (no cíclicos) ha sido la correcta, el resultado total es un crecimiento superior al anticipado hace un año para el segmento de los seguros No Vida.

En el caso del segmento de Vida, la aportación fundamental al crecimiento es la del ramo Vida VGBL, que asimilamos al negocio de vida ahorro brasileño. Esta ha crecido un 16% a noviembre de 2021, aportando el 90% del crecimiento de las primas en ese trimestre. Este crecimiento ha venido impulsado por el repunte de la curva de tipos de interés ante el cambio de ciclo monetario iniciado en el tercer trimestre de 2021, la mejora de la demanda y la menor necesidad de liquidez de las familias que suavizaron el rescate total de pólizas de Vida durante el tercer trimestre de 2021 frente al año anterior.

Previsiones de crecimiento de primas

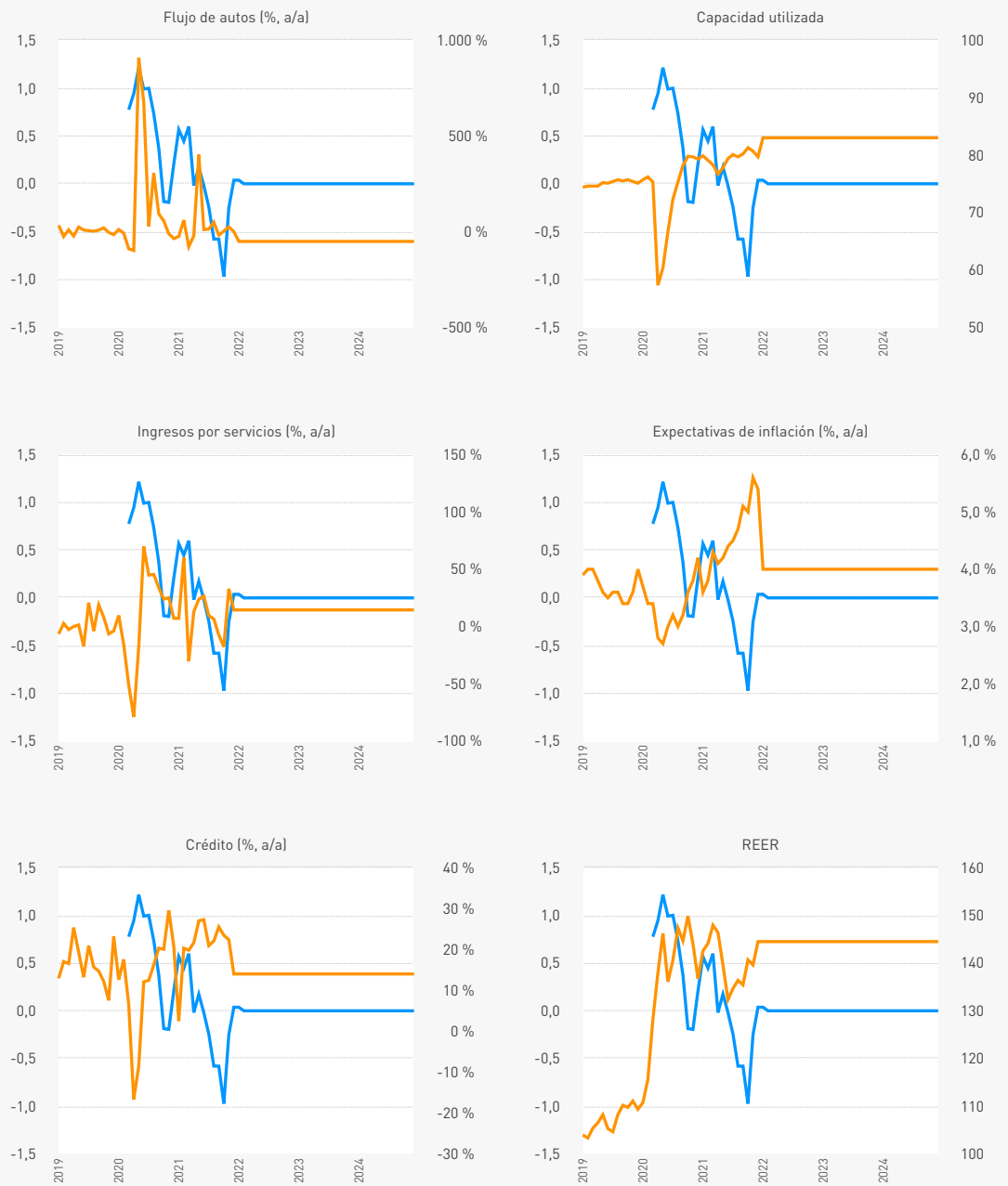
Respecto a las previsiones de crecimiento de primas para el mercado asegurador brasileño, el escenario base (*escenario optimista*) asume que las restricciones y las variables explicativas se quedan en el punto en el que están de manera permanente. Por su parte, en el escenario alternativo o de riesgo (*escenario pesimista*) contempla un deterioro de todas estas variables debido a un incremento en el índice de restricciones.

En el escenario base, a pesar de la neutralidad de las restricciones, y confianzas o actividad inalteradas, a lo largo de nuestro período de previsión creemos que las primas del segmento de los seguros de No Vida se desacelerarán y crecerán en el entorno del 5,8% hacia finales de 2022. A este crecimiento contribuirá de manera decisiva la demanda ajena al ciclo (Salud, Riesgos personales, etc.) que podría situarse en el entorno del 9,4%, mientras que la demanda más sensible al ciclo (Autos) se desacelerará visiblemente durante el año, para cerrar con un crecimiento de apenas el 0,7%. En el escenario alternativo (escenario pesimista), el crecimiento de la demanda de bienes superiores (acíclicos) se ralentiza y la de Autos colapsa, resultando así en un crecimiento inferior a la mitad del que suponíamos en el escenario base. Dado que se espera que la inflación de Brasil sea levemente

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Gráfica A.
Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario optimista)
(a/a, %)

— Variable analizada (eje der) — Índice de restricciones



Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Gráfica A (continuación).
Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario optimista)
 (a/a, %)

— Variable analizada (eje der) — Índice de restricciones



Fuente: MAPFRE Economics

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Gráfica B.
Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario pesimista)
(a/a, %)

— Variable analizada (eje der) — Índice de restricciones



Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

Gráfica B (continuación).
Brasil: evolución de las variables explicativas (escenario pesimista)
 (a/a, %)

— Variable analizada (eje der) — Índice de restricciones



Fuente: MAPFRE Economics

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

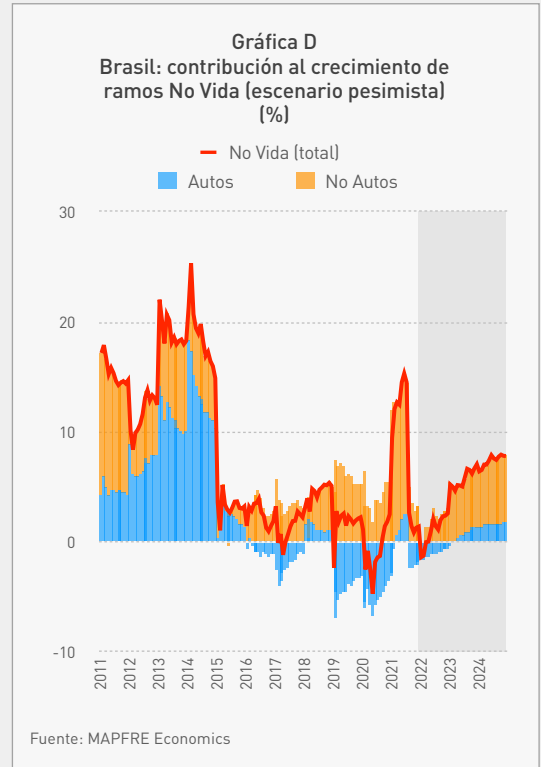
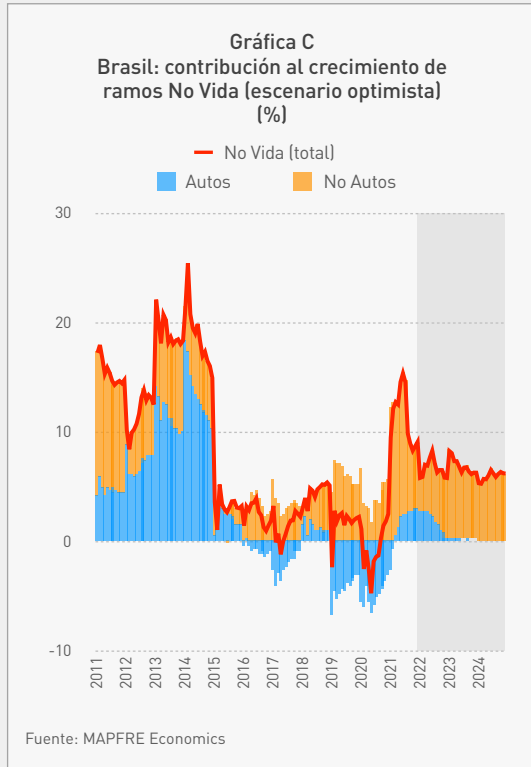


Tabla A.
 No Vida: previsiones de crecimiento de primas,
 modelo por componentes vs modelos de fundamentales
 (tasa interanual,%)

Período	Modelo de fundamentales ¹	No Vida					
		Escenario optimista			Escenario pesimista		
		Total No Vida	Autos	No Autos	Total No Vida	Autos	No Autos
Q1	13,1 %	13,1 %	2,2 %	21,4 %	13,1 %	2,2 %	21,4 %
Q2	15,4 %	15,4 %	6,3 %	21,9 %	15,4 %	6,3 %	21,9 %
Q3	15,0 %	15,0 %	6,6 %	21,1 %	15,0 %	6,6 %	21,1 %
2021 Q4*	14,2 %	14,2 %	7,4 %	19,2 %	14,2 %	7,4 %	19,2 %
Q1	9,7 %	7,0 %	7,1 %	7,0 %	0,0 %	-3,5 %	2,2 %
Q2	9,9 %	8,3 %	5,7 %	9,9 %	2,1 %	-2,7 %	5,1 %
Q3	10,0 %	6,5 %	2,7 %	9,2 %	2,0 %	-1,8 %	4,4 %
2022 Q4	9,9 %	5,8 %	0,7 %	9,4 %	2,6 %	-1,1 %	5,1 %
Q1	9,7 %	7,3 %	0,7 %	11,6 %	4,7 %	0,5 %	7,2 %
Q2	9,6 %	6,3 %	0,6 %	9,7 %	5,0 %	2,1 %	6,8 %
Q3	9,4 %	6,4 %	0,6 %	10,2 %	6,5 %	2,9 %	8,8 %
2023 Q4	9,3 %	6,3 %	0,6 %	10,0 %	7,1 %	3,9 %	9,1 %
Q1	9,3 %	5,7 %	0,5 %	8,7 %	7,1 %	4,2 %	8,7 %
Q2	9,3 %	6,5 %	0,5 %	9,8 %	7,9 %	4,5 %	9,8 %
Q3	9,2 %	6,2 %	0,5 %	9,6 %	7,8 %	4,7 %	9,5 %
2024 Q4	9,2 %	6,2 %	0,5 %	9,6 %	7,8 %	4,8 %	9,6 %

Fuente: MAPFRE Economics

1/ Promedio de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos

* Datos a noviembre

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

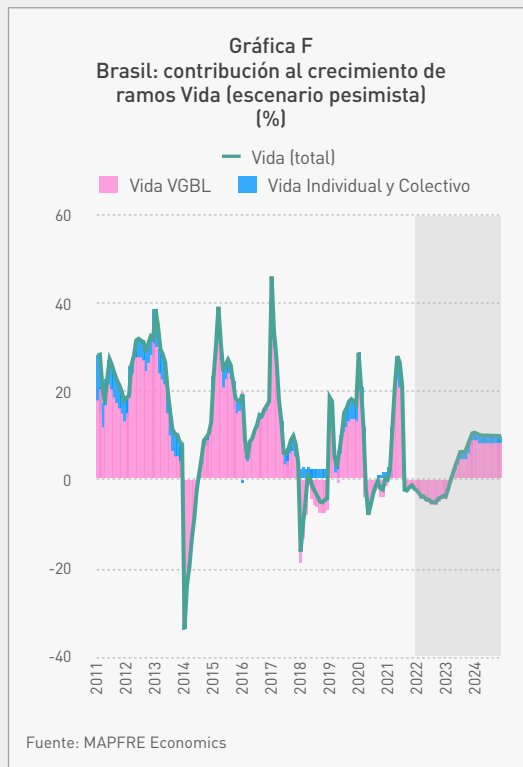
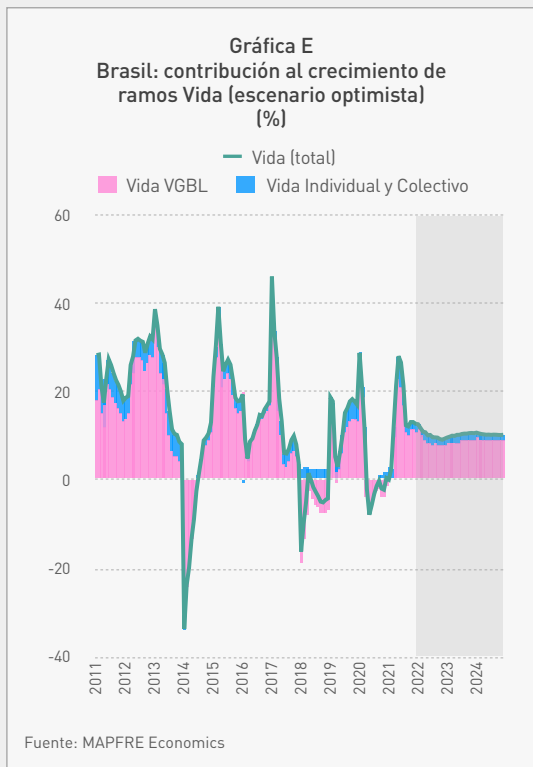


Tabla B.
 Vida: previsiones de crecimiento de primas,
 modelo por componentes vs modelos de fundamentales
 (tasa interanual, %)

Período	Vida						
	Modelo de fundamentales ¹	Escenario optimista			Escenario pesimista		
		Total Vida	VGBL	Ind. y Col.	Total Vida	VGBL	Ind. y Col.
Q1	12,1 %	12,1 %	13,0 %	9,6 %	12,1 %	13,0 %	9,6 %
Q2	26,6 %	26,6 %	29,7 %	18,3 %	26,6 %	29,7 %	18,3 %
Q3	15,0 %	15,0 %	15,3 %	14,4 %	15,0 %	15,3 %	14,4 %
2021 Q4*	15,2 %	15,2 %	16,0 %	13,0 %	15,2 %	16,0 %	13,0 %
Q1	14,6 %	12,4 %	12,6 %	5,8 %	-5,2 %	-5,4 %	0,9 %
Q2	14,3 %	11,5 %	11,7 %	5,8 %	-6,2 %	-6,4 %	0,9 %
Q3	14,6 %	10,6 %	10,8 %	5,8 %	-7,0 %	-7,2 %	0,9 %
2022 Q4	15,3 %	10,3 %	10,5 %	5,8 %	-5,3 %	-5,5 %	1,4 %
Q1	15,6 %	11,2 %	11,3 %	5,8 %	-1,1 %	-1,2 %	2,4 %
Q2	15,5 %	11,5 %	11,6 %	5,8 %	4,9 %	4,9 %	3,9 %
Q3	15,5 %	11,7 %	11,9 %	5,8 %	6,9 %	7,0 %	4,4 %
2023 Q4	15,2 %	11,8 %	12,0 %	5,8 %	12,2 %	12,4 %	5,8 %
Q1	14,9 %	11,6 %	11,7 %	5,8 %	11,6 %	11,7 %	5,8 %
Q2	14,8 %	11,5 %	11,6 %	5,8 %	11,5 %	11,6 %	5,8 %
Q3	14,6 %	11,4 %	11,5 %	5,8 %	11,4 %	11,5 %	5,8 %
2024 Q4	14,6 %	11,3 %	11,5 %	5,8 %	11,3 %	11,5 %	5,8 %

Fuente: MAPFRE Economics
 1/ Promedio de escenarios conforme al modelo de fundamentales macroeconómicos
 * Datos a noviembre

Recuadro 2.1.8 (continuación)
Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas

superior al 5% en 2021 en el escenario base, nuestros escenarios de crecimiento de las primas reales son de crecimiento cero en el escenario optimista (dado que la economía crecerá en torno al 0,5%) y negativo en el pesimista, igual que el crecimiento del PIB brasileño en esa perspectiva de análisis (véanse las Gráficas C y D, y la Tabla A).

Las primas Vida, por su parte, a la luz de las previsiones de ahorro y tipos de interés de corto y largo plazo, y ante ausencia de *shocks*

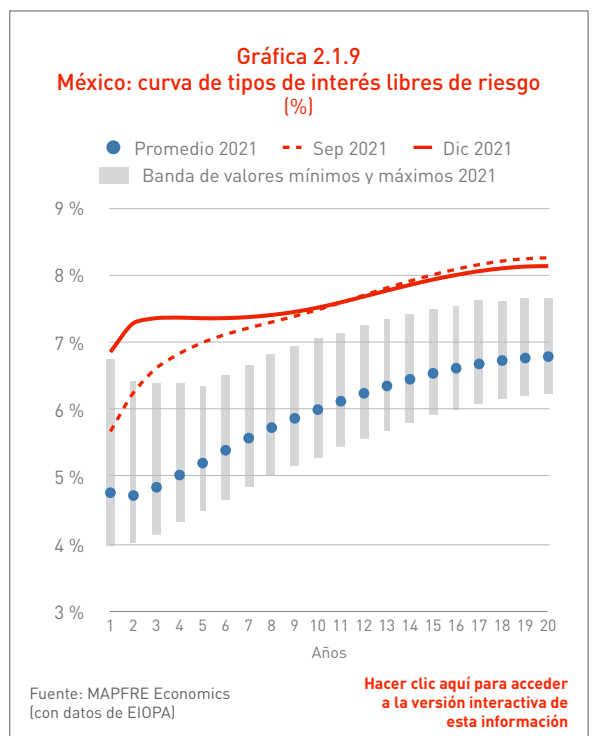
de incertidumbre, se espera que crezcan con fuerza. En este sentido, esperamos un crecimiento del segmento de Vida VBGL cercano al 10,5% a/a en el escenario optimista. En el escenario pesimista, la atonía y la incertidumbre se apoderarían de la actividad y del ahorro privado, por lo que las primas en el segmento de Vida se contraerían más de 5% (véanse las Gráficas E y F, y la Tabla B).

instrumento utilizado por los hogares para proteger sus ahorros contra el repunte de la inflación. Esto se une a una mayor sensibilidad al riesgo a consecuencia de la pandemia que puede favorecer el desarrollo de los seguros de Vida que ofrecen protección contra el riesgo de fallecimiento.

2.1.9 México

En 2022, se estima un crecimiento para la economía mexicana del 2,6%, frente al 5,2% del año previo, por lo que no se recuperará todavía plenamente del fuerte retroceso vivido en 2020 (del -8,4%). Aunque a un ritmo menor, la economía continúa presentando crecimientos con la ayuda del elevado precio del petróleo y de la recuperación de la economía de los Estados Unidos, por lo que el panorama para el negocio asegurador es favorable y puede ayudar a la recuperación de las líneas de negocio que todavía no han alcanzado los niveles de primas anteriores al inicio de la pandemia. En 2022, también tiende a corregirse el efecto sobre la rentabilidad de las entidades aseguradoras derivado de la mayor siniestralidad de los seguros de vida, salud y de autos a consecuencia de la pandemia y del proceso de reapertura, aunque persiste todavía el efecto negativo del repunte de la inflación que incrementa el coste de los siniestros, afectando de forma negativa a su rentabilidad.

La inflación continúa en niveles altos (7,36% en el mes de diciembre) lo que ha llevado al Banco de México a elevar el tipo de interés oficial hasta el 5,5% en el mes de diciembre (desde el 4,75 % en el mes de septiembre), siendo esta la quinta subida de tipos de 2021. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.9), se observa una subida en los tipos de interés libres de riesgo de mercado en los tramos corto y medio en una curva que se ha aplanado en su tramo medio,



con una prima por plazo positiva en el tramo corto. Este entorno de tipos de interés continúa siendo favorable para el desarrollo del negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, que está mostrando una fuerte recuperación al poder ofrecerse mayores tipos de interés y una prima por plazo todavía positiva en los productos a medio y largo plazo. A ello se une la mayor sensibilidad al riesgo a consecuencia de la pandemia, el cual puede favorecer el desarrollo de los seguros de Vida riesgo, que ofrecen protección contra el riesgo de fallecimiento, así como a los seguros de salud que en México han presentado elevados crecimientos a lo largo de toda la crisis.

2.1.10 Argentina

La previsión para la economía de Argentina es que continúe creciendo en 2022, aunque de forma mucho más moderada que el año previo, estimándose un crecimiento económico del 2,9% para 2022, frente al 9,3% de 2021 [-9,9% en 2020]. Este crecimiento, que llevará a la economía argentina por encima de su nivel precrisis, continuará apoyándose principalmente en el consumo privado y, en menor medida, en el sector exterior (la inversión deja de ser uno de los motores de su recuperación y se prevé que detraiga en torno a 2,3 puntos porcentuales de crecimiento al PIB). La inflación parece que se está estabilizando, pero en niveles altos (51,2% en el mes de noviembre de 2021) y la moneda continúa en su senda de depreciación, situación que sigue afectando de forma negativa en la rentabilidad de las compañías aseguradoras. En cualquier caso, el entorno sigue siendo favorable para el desarrollo de los segmentos de No Vida del negocio asegurador, muy vinculados al comportamiento económico.

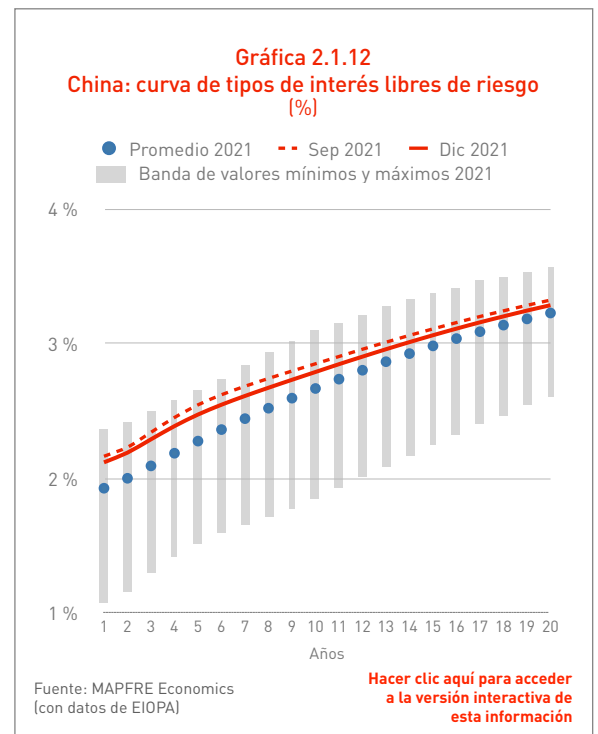
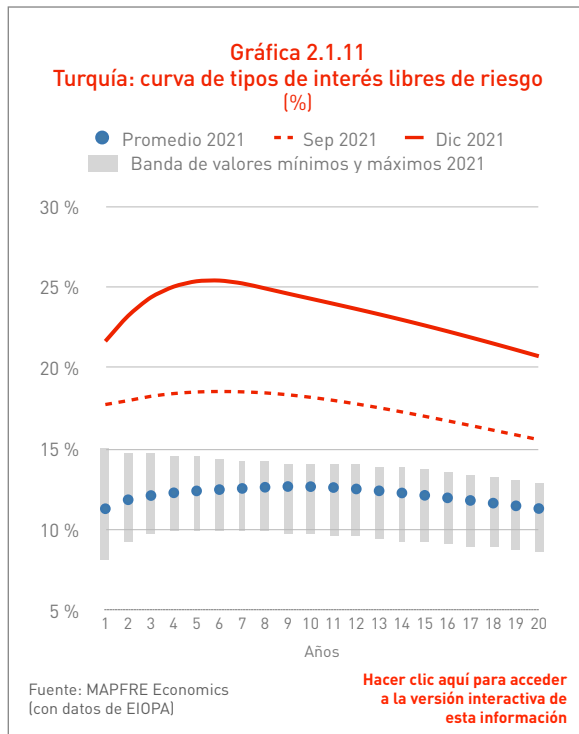
El tipo de interés de referencia del banco central ha sido revisado ligeramente al alza en enero en dos puntos porcentuales, hasta el 40%, lo que complica la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro, en un entorno de tipos de interés reales negativos en los que los activos financieros tradicionales en los que suelen invertir las entidades aseguradoras para respaldar los seguros de Vida no pueden compensar la pérdida de poder adquisitivo a consecuencia de la alta inflación. Sin embargo, el crecimiento económico previsto y la mayor sensibilidad al riesgo de

fallecimiento a consecuencia de la pandemia continuarán dando apoyo al desarrollo del negocio de Vida riesgo, motor del crecimiento del negocio de Vida en Argentina.

2.1.11. Turquía

Se complica la situación económica en Turquía y las expectativas para 2022 anticipan un crecimiento real del PIB en torno al 2,8%, frente al 10% de 2021 (1,8% en 2020, una de las pocas economías del mundo que no retrocedió a consecuencia de la pandemia). Esto supone una importante ralentización frente al buen comportamiento de su economía en el año previo, por el retroceso en la inversión y la fuerte desaceleración prevista en el consumo interno en un entorno de alta inflación que erosiona la renta disponible de los hogares, complicándose así el panorama para el desarrollo del negocio asegurador. De momento, las decisiones del banco central turco de reducir los tipos de interés hacen prever que la inflación continúe en niveles altos y no cedan las turbulencias de los tipos de cambio, el cual está sufriendo fuertes depreciaciones. Esta situación sigue afectando a los problemas asociados a los desequilibrios estructurales de su economía (principalmente su deuda privada externa en dólares), que la hacen vulnerable a la debilidad de la moneda turca y que vienen a alimentar a la inflación por el encarecimiento de las importaciones. Todos estos factores pueden influir de forma negativa en el negocio y en la rentabilidad del sector asegurador, por el encarecimiento de los costes de siniestralidad y operativos a consecuencia de la inflación.

El banco central turco redujo el tipo de interés oficial en su reunión del mes de diciembre, situándolo en el 14%, a pesar del repunte de la inflación (que alcanzó el 36,08% en ese mes). No obstante, en las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.11) puede observarse una nueva subida en los tipos de interés libres de riesgo, con una curva que continúa ganando pendiente positiva en sus tramos corto y medio. Esto plantea un escenario de tipos de interés complejo a la hora de comercializar productos de seguros de Vida ahorro, dada la incertidumbre en cuanto al movimiento de los tipos a corto y una prima por plazo que puede ofrecerse en productos con mayor duración que no llega a compensar la pérdida de poder



adquisitivo que conlleva la alta tasa de inflación, lo que supone que los intereses reales son negativos. Sin embargo, el panorama es algo más favorable para el negocio de Vida riesgo, por la mayor sensibilidad al riesgo de fallecimiento a consecuencia de la pandemia, en una economía que, si bien se está desacelerando, todavía presenta crecimiento.

2.1.12 China

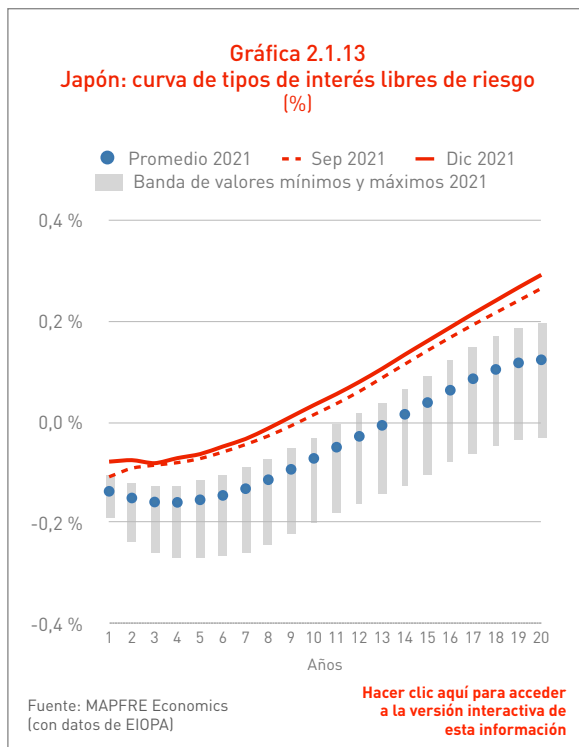
En China, las expectativas económicas para 2022 anticipan un crecimiento del PIB en torno al 5,0%, frente al crecimiento estimado en 2021 del 8,1% (2,3% en 2020), lo cual supone una ralentización significativa de la actividad, si bien continúa siendo un crecimiento robusto apoyado básicamente en la demanda interna. Este crecimiento económico esperado en 2022, a pesar de la desaceleración, continúa siendo un entorno favorable para el sector asegurador, ayudado por el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía de China. Sin embargo, la ralentización del mercado inmobiliario que está viviendo puede llevar a crecimientos menores en el negocio asegurador que en el año previo.

En cuanto al entorno de tipos de interés, aunque se ha producido un ligero repunte en la

inflación (la consecuencia básicamente del encarecimiento de los precios de la energía), se encuentra todavía en niveles moderados, por lo que el banco central continúa aplicando una política monetaria acomodaticia. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.12) se vuelve a observar una ligera relajación en los tipos de interés libres de riesgo en todos los tramos de la curva, la cual sigue presentando una pendiente positiva. Este entorno de tipos de interés es favorable para el negocio de los seguros de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder ofrecer tipos garantizados a medio y largo plazo superiores a los tipos a corto. Por su parte, la mayor sensibilidad al riesgo de fallecimiento a consecuencia de la pandemia y el crecimiento económico previsto para este año podría ayudar al desarrollo del negocio de Vida riesgo.

2.1.13 Japón

La previsión para 2022 anticipa una aceleración en el crecimiento de la economía japonesa hasta situarse en el 3,2%, frente al 1,8% de 2021 (-4,7%, en 2020). Esto supone una revisión al alza de las expectativas de crecimiento en 2022, tras un año 2021 peor de lo previsto a consecuencia de los problemas en las cadenas de suministro y los altos precios de la energía. El consumo privado, junto con la inversión,



serán los principales motores de la aceleración en el crecimiento económico, lo que favorecerá el desarrollo del sector asegurador.

Por su parte, el Banco de Japón no ha alterado su política monetaria ultra acomodaticia, en un entorno en el que la inflación ha sufrido un ligero repunte, aunque continúa débil. En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13) se aprecia una recuperación muy ligera de los tipos de interés libres de riesgo en todos los tramos de la curva, los cuales siguen presentando valores negativos para vencimientos hasta ocho años (frente a nueve años del trimestre previo), si bien con una pendiente positiva que permite ofrecer una prima por plazo a partir de esos vencimientos, lo cual puede favorecer la comercialización de productos de Vida ahorro y de rentas vitalicias. No obstante, los niveles de los tipos de interés continúan deprimidos, en un entorno sostenido que se estima se prolongará por largo tiempo, lo que sigue siendo un obstáculo para el desarrollo de las referidas líneas de negocio. Por otro lado, los tipos de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos (que las entidades aseguradoras de Vida niponas vienen utilizando como inversión alternativa para incrementar la rentabilidad de sus carteras) han repuntado, por lo que podrían recuperar en parte el atractivo de estas inversiones para apalancar su rentabilidad.

2.1.14 Filipinas

En Filipinas, las expectativas económicas para 2022 anticipan una aceleración en el crecimiento del PIB estimándose en el 6,5%, frente al 4,6% de 2021 (-9,6% de 2020), lo que supone superar el nivel anterior a la crisis en este año. La perspectiva de un robusto crecimiento económico apoyado en el consumo privado y la inversión favorecerá el desarrollo del negocio asegurador, ayudado por el bajo nivel de penetración de los seguros en la economía.

En relación con los seguros de Vida, el Banco Central de Filipinas sigue manteniendo el tipo de referencia de la política monetaria en el 2,0%, a pesar del repunte de la inflación. La rentabilidad del bono soberano a diez años se situaba en el 4,85% a finales de diciembre, con lo que la curva de tipos de interés vuelve a ganar pendiente positiva, lo cual favorece la comercialización de los productos de Vida ahorro y rentas vitalicias, al poder garantizar tipos a medio y largo plazo superiores a los tipos de interés a corto.

2.1.15 Reaseguro

Los desastres naturales causaron pérdidas globales sustancialmente mayores en 2021 que en los dos años anteriores. Según datos provisionales publicados por Munich Re⁶, los desastres naturales causaron pérdidas totales en torno a 280.000 millones de dólares en 2021, de los cuales aproximadamente 120.000 millones de dólares estaban asegurados. Las mayores pérdidas por desastres naturales se produjeron en Estados Unidos, aproximadamente 145.000 millones de dólares, de los cuales unos 85.000 millones de dólares estaban asegurados. En el mes de diciembre, una serie de tormentas severas en varios estados del centro y sureste de ese país provocaron daños excepcionalmente altos. El huracán Ida, que tocó tierra el 29 de agosto al sur de Nueva Orleans y avanzó hacia el noreste provocando graves inundaciones (en particular en Nueva Jersey y el área metropolitana de la ciudad de Nueva York), fue el desastre natural más costoso del año, con pérdidas totales de 65 mil millones de dólares (36 mil millones de dólares de pérdidas aseguradas). El tercer evento más costoso del año, con un importe estimado de 30 mil millones de dólares (la mitad del cual estaba

asegurado), fue una ola de frío excepcional que trajo temperaturas gélidas en el sur de los Estados Unidos [-8°C (17°F)] en la ciudad de Houston, al sur de Texas, que dejó a millones de personas sin electricidad.

En Europa, el sistema meteorológico de baja presión "Bernd" causó fuertes precipitaciones en el oeste de Alemania y los vecinos Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo. Las lluvias fueron especialmente intensas en los estados federados alemanes de Renania del Norte-Westfalia y Renania-Palatinado. Las pérdidas totales ascendieron en torno a 54.000 millones de dólares, de los cuales unos 40.000 millones de dólares se produjeron en Alemania. En este caso, se aseguraron en torno a 13.000 millones de dólares, de los cuales unos 9.700 millones de dólares estaban localizados en Alemania, según cifras proporcionadas por la Asociación de Aseguradores Alemanes. Se trata del desastre natural más costoso de Alemania y de Europa hasta la fecha.

En España, en el mes de septiembre entró en erupción el volcán Cumbre Vieja en el sur de La Palma, en las Islas Canarias, un evento que se encuentra en la relación de los legalmente llamados "riesgos extraordinarios", cuyos daños indemniza el Consorcio de Compensación de Seguros (CCS) del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. Cabe señalar que, al 14 de enero de 2022, el CCS había abonado 90,57 millones de euros a los asegurados afectados por la erupción volcánica en la isla de La Palma⁷.

Finalmente, en lo que se refiere a la región de Asia-Pacífico, las pérdidas siguieron siendo modestas, con pérdidas económicas totales de 50.000 millones de dólares, de los cuales 9.000 millones de dólares estaban asegurados. De acuerdo con la información de Munich Re, alrededor del 57% de las pérdidas por catástrofes naturales en 2021 no estaban aseguradas en el mundo. Esta brecha de seguro ha disminuido en las últimas décadas en los países industrializados, mientras que en los países más pobres se mantiene sin cambios en más del 90%.

2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

2.2.1 Informe de estabilidad financiera 2021 de EIOPA

El 13 de diciembre de 2021, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó su más reciente informe de estabilidad financiera⁸, en el que pone de relieve los principales riesgos que considera claves para el sector asegurador y el de los fondos de pensiones, actualizando la situación en cuanto a los riesgos de su último cuadro de riesgos publicado en el mes de octubre⁹. En este sentido, los riesgos más relevantes apuntados por EIOPA en este informe son:

- a) *Riesgo macroeconómico*. La inflación continúa elevada con la expectativa de persistir así en los próximos meses. Las presiones inflacionistas siguen un incremento mecánico debido a los bajos niveles de precios durante la pandemia, pero también reflejan las interrupciones en las cadenas de suministros, y las políticas fiscales y monetarias acomodaticias generalizadas aplicadas. A estos se suman otros factores temporales que también están contribuyendo, como el aumento del precio del petróleo y de la energía, la reversión en el mes de enero de 2021 del recorte temporal del IVA en Alemania o los cambios en el momento y el alcance de los períodos de ventas. Con todo esto, las previsiones para la segunda mitad de 2021 se han ido deteriorando ligeramente por las interrupciones en la cadenas de suministros, a lo que se suman las preocupaciones sobre el reciente incremento en el número de contagios por el coronavirus, que hacen que la incertidumbre y el riesgo macroeconómico permanezcan altos.
- b) *Riesgo de crédito*. Este riesgo permanece estable en un nivel medio, fundamentalmente por las medidas de apoyo desplegadas durante la crisis. Las primas de riesgo (CDS) continúan en niveles bajos, aunque la calidad crediticia de las carteras de las aseguradoras se ha deteriorado ligeramente. Un cambio de valoración repentino en el riesgo soberano afectaría de forma adversa a las aseguradoras que mantienen un porcentaje elevado de bonos soberanos

en sus carteras. El resultado del análisis empírico efectuado por EIOPA sugiere que, mientras el incremento en los rendimientos tiene un efecto positivo en los activos sobre los pasivos, un aumento en las primas de riesgo tiene un efecto negativo; como referencia, EIOPA apunta en su informe que un incremento de cien puntos básicos en los países con alto riesgo soberano se asocia a una caída en torno al 7% en los activos sobre los pasivos. Además de los rendimientos de los bonos soberanos, es de destacar que la trayectoria a lo largo de los diversos rendimientos de los bonos corporativos se comporta de forma sincronizada, lo que implica que las primas de riesgo de este tipo de bonos permanecen también relativamente contenidas sin grandes variaciones. En cualquier caso, 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 (en los sectores más afectados por la pandemia), 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.

- c) *Riesgo de mercado*. Las medidas de apoyo fiscal y monetario hacen que el riesgo de mercado (mercados de bonos y acciones) permanezca también estable en un nivel medio, pero persiste el entorno de bajos tipos de interés por la prolongación de la política monetaria acomodaticia que puede llevar a las aseguradoras a asumir mayores riesgos en su búsqueda por mayores rentabilidades.
- d) *Riesgo cibernético*. Este riesgo se ha convertido en uno de los más importantes para el sector asegurador, aunque su comprensión sigue siendo limitada y es necesario mejorar la recopilación de datos y su modelización. Se espera que los riesgos relacionados con la digitalización aumenten en los próximos meses. El teletrabajo se está convirtiendo en algo estructural para algunas empresas y el número de ciberataques ha aumentado, afectando también a bancos y otros tipos de instituciones. Al mismo tiempo, la demanda de ciberseguros crecerá, proporcionando nuevas oportunidades de negocio para las aseguradoras, y las nuevas tecnologías que se están utilizando podrían conducir a una

mejor suscripción de los riesgos operativos y cibernéticos para los líderes digitales (aunque también pueden incrementar los referidos riesgos).

- e) *Riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ASG)*. Por primera vez, EIOPA ha incluido estos riesgos en su *Cuadro de Riesgos* del mes de octubre, calificándolos en un nivel medio, con una previsión al alza en los próximos doce meses. EIOPA pone de relieve que la calificación ASG de las aseguradoras (“ESG rating”) está mejorando. Se observa que las aseguradoras están incrementando sus inversiones en bonos verdes, aunque a un ritmo menor al que crece el volumen en circulación de este tipo de bonos. La exposición media a activos expuestos al riesgo de cambio climático por las entidades aseguradoras de la Unión Europea y sus grupos se ha reducido ligeramente, mejorando el riesgo de transición. Sin embargo, la exposición a los riesgos de inundaciones y tormentas por parte de las aseguradoras se han incrementado levemente hacia la parte alta de la distribución. Aunque el ratio de siniestralidad catastrófica se ha reducido (riesgos físicos), todavía no está capturando el efecto de las inundaciones que sufrió la Unión Europea en el verano de 2021.

2.2.2 Test de estrés 2021 de EIOPA: una pandemia persistente en un entorno de bajos tipos de interés

El pasado 16 de diciembre, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), en colaboración con el Consejo Europeo para el Riesgo Sistémico (ESRB), publicó el resultado de la quinta prueba de estrés del sector asegurador, contemplando un escenario de prolongado Covid-19 en un contexto de “tipos bajos por más tiempo”, y que abarcó el 75% del mercado del Espacio Económico Europeo¹⁰.

El escenario de análisis identificó un conjunto de perturbaciones específicas del mercado y de los seguros, construidas específicamente para reflejar la evaluación de EIOPA y del ESRB sobre los riesgos sistémicos existentes para el sistema financiero¹¹. Estos riesgos se derivan del empeoramiento de las perspectivas económicas, que se refleja en un descenso global de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo desde niveles ya históricamente

bajos, acompañado de una importante revalorización de las primas de riesgo en un contexto de debilitamiento de la situación fiscal de los países y de dificultades para la rentabilidad de las empresas. Una corrección adicional de los precios de los inmuebles comerciales y residenciales completa el conjunto de perturbaciones del mercado. Los movimientos divergentes del tipo de interés libre de riesgo y de las primas de riesgo califican el escenario de mercado como un doble golpe, que puede generar efectos perjudiciales tanto por el lado del pasivo, a través de la reducción de las curvas de descuento, como por el lado del activo, a través de la reducción de los precios de las clases de activos relevantes mantenidos por las aseguradoras en sus carteras de inversión.

El escenario encarna las características de verosimilitud y gravedad requeridas por un ejercicio robusto de pruebas de resistencia. El conjunto de perturbaciones se diseña con el fin de ser coherente desde el punto de vista económico y de mercado, y por tanto plausible. Aunque se ha diseñado para probar eventos de cola, la probabilidad global de las perturbaciones del mercado del escenario oscila entre el 0,1% y el 0,6%, ya que la correlación va de 0,35 a 0,824. Las perturbaciones del mercado se complementan con un conjunto de perturbaciones específicas de los seguros que afectan a todas las líneas de negocio que están más expuestas a los efectos del brote pandémico.

Principales resultados

El resultado del ejercicio 2021 no otorga una calificación de aprobado o suspenso a los participantes, sino que tiene el objetivo principalmente microprudencial de evaluar su capacidad para soportar las condiciones

adversas descritas en el escenario de la prueba de resistencia. Las posiciones individuales posteriores a la prueba de resistencia se agregan finalmente para inferir la resistencia global del sector de los seguros. Además, la prueba de resistencia de seguros 2021 refuerza la dimensión macroprudencial del ejercicio, complementando el enfoque estándar de *balance fijo* con un enfoque de *balance contenido*, en el que se permite a los participantes aplicar acciones de gestión reactiva en el cálculo de su posición post-estrés. Los resultados de estas acciones se utilizan para identificar posibles efectos indirectos en otros mercados.

Asimismo, la evaluación periódica del capital y la solvencia, realizada de acuerdo con el marco de Solvencia II, se complementa por primera vez con la evaluación de la posición de liquidez de los participantes antes y después de la crisis, en un horizonte temporal de 90 días. Los dos componentes se basan en una narrativa, un escenario y un conjunto de choques comunes, pero están claramente separados en cuanto a la aplicación de los choques, la recopilación de datos, la evaluación y la divulgación.

En general, el sector asegurador europeo mostró una resistencia adecuada durante la crisis pandémica y, a pesar de las fuertes implicaciones económicas del brote pandémico, abordó el ejercicio con un fuerte nivel de capitalización que se reflejó en un coeficiente de solvencia del 217,9%, notificado a finales de 2020. El sólido coeficiente de solvencia exhibido a finales de 2020 fue un amortiguador necesario para que los participantes pudieran absorber adecuadamente el impacto del escenario adverso de doble impacto que resultó ser una dura prueba para el sector, como se resume a continuación (véase la Tabla 2.2.2-a).

Tabla 2.2.2-a
Test de estrés: resumen de resultados

	Valor Escenario base	Balance fijo		Balance contenido	
		Valor	Δ vs base	Valor	Δ vs base
Ratio de solvencia	217,9 %	125,7 %	-92,1 pp	139,3 %	-78,6 pp
Capital de solvencia requerido (SCR)	291,1 bn	311,6 bn	7,1 %	300,0 bn	3,1 %
Fondos propios elegibles	634,1 bn	391,8 bn	-38,2 %	417,9 bn	-34,1 %
Activos / Pasivos	110,0 %	105,9 %	-4,1 pp	106,2 %	-3,8 pp
Activos - Pasivos	590,2 bn	325,8 bn	-44,8 %	340,8 bn	-42,3 %

Fuente: EIOPA Test de Estrés Seguros 2021
* bn anglosajón = millardos sistema europeo = 10⁹ euros

En conjunto, el coeficiente de solvencia tras el estrés disminuye bajo el supuesto de *balance fijo* en 92,1 puntos porcentuales, pasando del 217,9% al 125,7%. La caída agregada se refleja en un desplazamiento a la baja de la distribución del indicador, lo que hace que empresas declaren valores inferiores al umbral reglamentario del 100%. La reducción del coeficiente de solvencia se debe a un aumento del 7,1% del capital de solvencia obligatorio y a una reducción de los fondos propios admisibles, que disminuyen en conjunto un 38,2%. Ninguno de los participantes informó de un ratio de activos sobre pasivos inferior al 100%; esto indica que el sector, incluso en un escenario severo, está en condiciones de cumplir sus promesas a los asegurados.

En el marco del enfoque de *balance contenido*, 19 participantes optaron por aplicar un conjunto de acciones de gestión reactiva, tales como la retención de beneficios, la reducción del riesgo de su asignación de activos y el aumento de capital, lo que afecta principalmente a su posición de solvencia más que a su posición de balance. Aunque solo un número limitado de participantes aplica acciones de gestión reactiva, el coeficiente de solvencia mejora en conjunto en 13,6 puntos porcentuales en comparación con el cálculo del *balance fijo* (del 125,7% al 139,3%). Entre los 9 participantes que informan de un coeficiente de solvencia posterior al estrés inferior al 100% según el enfoque del *balance fijo*, 7 aplican acciones de gestión reactiva que les permiten informar de coeficientes de solvencia superiores al umbral reglamentario.

Garantías de largo plazo y medidas transitorias

Por otra parte, el ejercicio demuestra que el tratamiento de las garantías a largo plazo y el paquete de medidas transitorias siguen siendo pertinentes tanto en el escenario base como en

el adverso (véase la Tabla 2.2.2-b). Si se elimina el efecto de las medidas para las garantías a largo plazo y de las medidas transitorias, el coeficiente de solvencia agregado desciende del 173,3% (base) al 47,2% (enfoque de *balance fijo*) y al 55,1% (enfoque de *balance contenido*). Esto implica que 31 empresas tienen un coeficiente de solvencia superior al 100% con el enfoque de *balance fijo* y 27 con el enfoque de *balance contenido*. Asimismo, 8 participantes en el ejercicio de *balance fijo* y 7 en el *balance contenido* presentan un coeficiente de activos sobre pasivos inferior al 100%.

Mientras que las medidas para las garantías a largo plazo son un elemento permanente del régimen regulatorio de Solvencia II, las medidas transitorias se han introducido temporalmente para suavizar la transición de Solvencia I a Solvencia II y su efecto debería desaparecer gradualmente para 2032. Si se eliminan únicamente las medidas transitorias, el coeficiente de solvencia es de 204,6% en la situación de referencia, y desciende al 111,0% en el *balance fijo* y al 123,8% en el *balance contenido*, con 15 y 10 participantes que declaran un valor inferior al 100% en el enfoque de *balance fijo* y *balance contenido*, respectivamente. De igual forma, 2 participantes informan de un ratio de activos sobre pasivos sin medidas transitorias inferior al 100%, tanto en el enfoque de *balance fijo* como en el de *balance contenido*.

En general, el componente de capital del ejercicio confirma que las principales vulnerabilidades provienen de las perturbaciones del mercado y, concretamente, del impacto de la disociación del tipo libre de riesgo y de las primas de riesgo. El sector europeo de los seguros, con la excepción de un número limitado de casos, demuestra ser capaz de hacer frente a una evolución tan severa de los mercados mediante la aplicación de acciones de gestión reactiva. No obstante, el componente de capital del

Tabla 2.2.2-b
Ratio de Solvencia con Garantía de Largo Plazo y con las Medidas de transición

	Escenario base	Balance fijo	Balance contenido
Ratio de solvencia con medidas de transición y garantías LP	217,9 %	125,7 %	139,3 %
Ratio de solvencia sin medidas de transición	204,6 %	111,0 %	123,8 %
Ratio de solvencia sin garantías LP ni medidas de transición	173,3 %	47,2 %	55,1 %

Fuente: EIOPA Test de Estrés Seguros 2021

Tabla 2.2.2-c
Posición de liquidez neta y posición sostenible

	Valor Escenario base	Balance fijo		Balance contenido	
		Valor	Δ vs base	Valor	Δ vs base
Posición de liquidez neta (caja+flujos netos)	81,1 bn	-10,1 bn	-112,5 %	11,4 bn	-85,9 %
Sostenibilidad (flujos netos+caja+activos líquidos)	2,8 tr	2,2 tr	-538,7 bn	2,2 tr	-525,8 bn

Fuente: EIOPA Test de Estrés Seguros 2021

* bn anglosajón = millardos sistema europeo = 10⁹ euros

** tr anglosajón = billones sistema europeo = 10¹² euros

ejercicio también muestra que una parte del mercado sigue dependiendo de las medidas transitorias que se eliminarán progresivamente de aquí a 2032.

Análisis de liquidez

Por otra parte, introducido por primera vez en el ejercicio de prueba de estrés de 2021, el componente de liquidez se dirige a las mismas entidades que el componente de capital. Sin embargo, a falta de un marco comúnmente adoptado para la evaluación y la consolidación de las posiciones de liquidez a nivel de grupo, se pidió a los grupos participantes que facilitaran la información sobre la liquidez de un subconjunto significativo de entidades europeas de seguros en solitario dentro del perímetro de consolidación del grupo. Sobre la base del umbral definido del 80% de los activos totales del grupo, se identificaron 117 entidades individuales que se incluyeron en el análisis. Como se resume en la Tabla 2.2.2-c, en general, la posición de liquidez parece ser una fuente de preocupación menos importante para el sector de los seguros que las posiciones de capital y solvencia en la situación posterior al estrés. No obstante, el choque de caída masiva prescrito en el escenario genera una salida importante que, en conjunto, no puede cubrirse únicamente con las tenencias de efectivo (posición de liquidez neta negativa de 10.100 millones de euros).

Sin embargo, la gran cantidad de activos líquidos que poseen las empresas en solitario puede compensar las salidas de fondos declaradas. Cabe señalar que más del 80% de la posición de liquidez neta negativa se concentra en las 15 empresas individuales, las cuales aplicaron medidas de gestión reactiva para restablecer una posición de liquidez neta agregada positiva con arreglo al enfoque de

balance contenido (11.400 millones de euros). Las acciones de gestión reactiva aplicadas en el componente de liquidez consisten principalmente en ventas de activos líquidos; la estrategia de venta tiende a mantener la asignación de activos sin cambios en el componente de liquidez en comparación con la línea de base.

Aspectos macroprudenciales

Ahora bien, pasando al aspecto macroprudencial del ejercicio, la atención se centra en la identificación de posibles comportamientos gregarios, como la reasignación agregada de los activos de las aseguradoras causada por la aplicación de las acciones de gestión reactiva. En el ejercicio de capital, a pesar del limitado número de grupos que aplican estrategias de desregulación en su asignación de activos (8), se observa un desplazamiento de los bonos corporativos (-47.400 millones de euros) y de la renta variable (-4.700 millones de euros) hacia la deuda pública (+56.600 millones de euros). Aunque los importes son limitados en conjunto, corresponden a un cambio relativo significativo entre el enfoque de *balance fijo* y *balance contenido* de -15,1% en la cartera de bonos corporativos, -16,8% en la cartera de acciones y 13,9% en la cartera de bonos soberanos. Así, la huella en el mercado de renta fija puede materializarse potencialmente en caso de que un mayor número de empresas de seguros aplique el mismo comportamiento en la reasignación de activos.

Tanto EIOPA como las autoridades nacionales competentes realizarán un análisis más profundo de los resultados de esta prueba para obtener una comprensión más profunda de los riesgos y vulnerabilidades del sector. De manera posterior, EIOPA evaluará la necesidad de emitir recomendaciones sobre los aspectos relevantes en los que se hayan identificado

riesgos. Aunque se han realizado mejoras, EIOPA espera que los participantes utilicen la experiencia adquirida para fomentar su capacidad de producir datos de alta calidad y seguir mejorando sus correspondientes capacidades de gestión de riesgos, y se espera que las autoridades nacionales competentes supervisen y promuevan estas mejoras.

Apéndice: previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,9	2,3	-3,4	5,6	4,0	2,5
Eurozona	1,8	1,6	-6,5	5,1	3,9	2,7
Alemania	1,1	1,1	-4,9	2,5	3,9	2,9
Francia	1,8	1,8	-8,0	6,3	3,7	2,2
Italia	0,8	0,4	-9,0	6,3	4,4	2,5
España	2,3	2,1	-10,8	4,9	5,5	4,3
Reino Unido	1,7	1,7	-9,4	7,0	4,4	2,8
Japón	0,6	0,0	-4,7	1,8	3,2	1,7
Mercados emergentes	4,5	3,7	-2,1	6,3	4,8	4,6
América Latina¹	1,2	0,2	-7,0	6,3	2,1	2,3
México	2,2	-0,2	-8,4	5,2	2,6	2,7
Brasil	1,7	1,2	-4,2	4,6	0,5	1,9
Argentina	-2,6	-2,0	-9,9	9,3	2,9	1,5
Emergentes europeos²	3,4	2,5	-2,0	6,0	3,6	2,9
Turquía	3,0	0,9	1,8	10,0	2,8	2,8
Asia Pacífico³	6,4	5,4	-0,9	7,1	6,2	5,7
China	6,7	6,0	2,3	8,1	5,0	5,5
Indonesia	5,2	5,0	-2,1	3,7	5,8	6,4
Filipinas	6,3	6,1	-9,6	4,6	6,5	7,6
Mundo	3,6	2,8	-3,1	5,8	4,8	3,6

	Escenario Estresado (EE)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,9	2,3	-3,4	5,6	-0,3	2,1
Eurozona	1,8	1,6	-6,5	5,1	0,5	2,0
Alemania	1,1	1,1	-4,9	2,5	0,3	2,0
Francia	1,8	1,8	-8,0	6,3	0,3	1,0
Italia	0,8	0,4	-9,0	6,3	0,9	2,0
España	2,3	2,1	-10,8	4,9	2,3	3,0
Reino Unido	1,7	1,7	-9,4	7,0	1,5	1,9
Japón	0,6	0,0	-4,7	1,8	-0,1	1,1
Mercados emergentes	4,5	3,7	-2,1	6,3	2,5	3,5
América Latina¹	1,2	0,2	-7,0	6,3	1,8	1,9
México	2,2	-0,2	-8,4	5,2	-1,8	2,3
Brasil	1,7	1,2	-4,2	4,6	-2,6	1,2
Argentina	-2,6	-2,0	-9,9	9,3	-1,3	0,7
Emergentes europeos²	3,4	2,5	-2,0	6,0	1,1	2,3
Turquía	3,0	0,9	1,8	10,0	-1,2	1,6
Asia Pacífico³	6,4	5,4	-0,9	7,1	4,3	3,5
China	6,7	6,0	2,3	8,1	2,4	4,5
Indonesia	5,2	5,0	-2,1	3,7	2,4	5,2
Filipinas	6,3	6,1	-9,6	4,6	2,8	6,6
Mundo	3,6	2,8	-3,1	5,8	4,0	2,6

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

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)
Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

Tabla A-2
Escenarios Base y Estresado: inflación
 (último trimestre, %)

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	1,9	2,3	1,4	6,7	2,4	2,1
Eurozona	1,9	1,0	-0,3	4,4	1,1	1,3
Alemania	1,6	1,5	-0,2	4,9	1,1	1,7
Francia	2,1	1,3	0,5	2,0	1,6	1,7
Italia	1,1	0,5	-0,2	3,5	1,3	0,4
España	1,2	0,8	-0,5	5,9	1,1	1,5
Reino Unido	2,0	1,3	0,8	4,8	2,6	1,7
Japón	0,9	0,5	-0,9	0,6	0,1	0,2
Mercados emergentes	4,9	5,1	5,1	5,5	4,9	4,3
América Latina¹	6,6	7,7	6,4	9,3	7,8	6,0
México	4,8	2,8	3,2	7,5	3,8	3,7
Brasil	3,7	4,3	4,5	9,8	5,3	3,3
Argentina	47,4	52,2	36,4	51,2	44,7	31,5
Emergentes europeos²	6,4	6,6	5,4	8,4	7,1	6,2
Turquía	20,3	11,8	14,6	36,1	31,6	13,1
Asia Pacífico³	2,7	3,3	3,1	2,3	2,7	2,7
China	2,2	4,3	0,1	1,9	2,7	2,4
Indonesia	3,3	2,7	1,6	1,8	3,9	3,0
Filipinas	5,9	1,5	3,1	4,2	3,1	3,0
Mundo	3,6	3,5	3,2	4,4	3,8	3,3

	Escenario Estresado (EE)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	1,9	2,3	1,4	6,7	3,3	2,3
Eurozona	1,9	1,0	-0,3	4,4	2,2	1,5
Alemania	1,6	1,5	-0,2	4,9	2,2	1,9
Francia	2,1	1,3	0,5	2,0	2,1	2,8
Italia	1,1	0,5	-0,2	3,5	2,2	-0,2
España	1,2	0,8	-0,5	5,9	2,3	1,7
Reino Unido	2,0	1,3	0,8	4,8	3,7	2,7
Japón	0,9	0,5	-0,9	0,6	0,1	-0,2
Mercados emergentes	4,9	5,1	5,1	5,5	5,3	4,4
América Latina¹	6,6	7,7	6,4	9,3	9,0	7,0
México	4,8	2,8	3,2	7,5	5,0	3,6
Brasil	3,7	4,3	4,5	9,8	7,1	3,5
Argentina	47,4	52,2	36,4	51,2	48,2	30,0
Emergentes europeos²	6,4	6,6	5,4	8,4	7,5	6,6
Turquía	20,3	11,8	14,6	36,1	34,8	12,5
Asia Pacífico³	2,7	3,3	3,1	2,3	3,0	3,0
China	2,2	4,3	0,1	1,9	3,8	2,8
Indonesia	3,3	2,7	1,6	1,8	6,4	2,9
Filipinas	5,9	1,5	3,1	4,2	5,3	2,5
Mundo	3,6	3,5	3,2	4,4	4,0	3,5

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

¹Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela; ²Rusia, Turquía, Comunidad de Estados Independientes (CIS) y Europa Central; ³Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN)

Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,69	1,92	0,93	1,52	2,32	2,53
Eurozona	1,17	0,32	-0,19	0,32	0,73	1,14

	Escenario Esresado (EE)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,69	1,92	0,93	1,52	2,78	3,00
Eurozona	1,17	0,32	-0,19	0,32	2,02	2,14

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

	Escenario Base (EB)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
USD-EUR	0,87	0,89	0,81	0,88	0,85	0,83
EUR-USD	1,15	1,12	1,23	1,13	1,18	1,20
GBP-USD	1,28	1,32	1,36	1,35	1,42	1,43
USD-JPY	111,00	109,00	104,00	115,00	112,00	109,00
USD-CNY	6,88	6,99	6,52	6,35	6,35	6,33

	Escenario Estresado (EE)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
USD-EUR	0,87	0,89	0,81	0,88	0,88	0,85
EUR-USD	1,15	1,12	1,23	1,13	1,14	1,18
GBP-USD	1,28	1,32	1,36	1,35	1,37	1,40
USD-JPY	111,00	109,00	104,00	115,00	109,00	107,00
USD-CNY	6,88	6,99	6,52	6,35	6,45	6,38

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

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

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

	Escenario Estresado (EE)					
	2018	2019	2020	2021(e)	2022(p)	2023(p)
Estados Unidos	2,50	1,75	0,25	0,25	0,83	0,68
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	3,30	3,25	2,95	3,00	2,68	2,74

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 17 enero 2022.

Índice de tablas, gráficas y recuadros

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	32
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	35
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	38
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	42
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	45
Tabla 1.2.6	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	49
Tabla 1.2.7	Japón: principales agregados macroeconómicos	51
Tabla 1.2.8	Turquía: principales agregados macroeconómicos	54
Tabla 1.2.9	México: principales agregados macroeconómicos	57
Tabla 1.2.10	Brasil: principales agregados macroeconómicos	60
Tabla 1.2.11	Argentina: principales agregados macroeconómicos	63
Tabla 1.2.12	China: principales agregados macroeconómicos	66
Tabla 1.2.13	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	69
Tabla 1.2.14	Filipinas: principales agregados macroeconómicos	72
Tabla 2.2.2-a	Test de estrés: resumen de resultados	99
Tabla 2.2.2-b	Ratio de Solvencia con Garantía de Largo Plazo y con las Medidas de transición	100
Tabla 2.2.2-c	Posición de liquidez neta y posición sostenible	101
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto (PIB)	103
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	104
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	105
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	105
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	105

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Global: evolución de los PMIs globales	17
Gráfica 1.1.1-b	Global: evolución del comercio global (contratos de fletes de carga)	17
Gráfica 1.1.1-c	Global: futuros de gas	18
Gráfica 1.1.1-d	Global: inventarios de crudo vs históricos	18
Gráfica 1.1.1-e	Global: precios de contenedores de carga	19
Gráfica 1.1.1-f	Global: facturación de equipos de fabricación de semiconductores	19
Gráfica 1.1.1-g	Global: encuesta de perspectivas comerciales de manufacturas: tiempos de espera	19
Gráfica 1.1.2-a	Global: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	24
Gráfica 1.1.2-b	Países desarrollados: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	24
Gráfica 1.1.2-c	Países emergentes: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	24
Gráfica 1.1.2-d	Global: avances en la vacunación por grupos de países	25
Gráfica 1.1.2-e	Países seleccionados: índice de restricción vs aplicación de vacunas	26
Gráfica 1.1.4	Balance de riesgos de corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales	28
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	32
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	32

Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	30
Gráfica 1.2.1-d	Estados Unidos: evolución de la vacunación contra el Covid-19	33
Gráfica 1.2.1-e	Estados Unidos: PMIs	33
Gráfica 1.2.1-f	Estados Unidos: índice manufacturero ISM	33
Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	35
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	35
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	36
Gráfica 1.2.2-d	Eurozona: evolución de la vacunación contra el Covid-19	36
Gráfica 1.2.2-e	Eurozona: PMIs	37
Gráfica 1.2.2-f	Eurozona: índice ZEW de expectativas de crecimiento	37
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	38
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	38
Gráfica 1.2.3-c	España: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	39
Gráfica 1.2.3-d	España: evolución de la vacunación contra el Covid-19	39
Gráfica 1.2.3-e	España: entrada de turistas	40
Gráfica 1.2.3-f	España: PMIs	40
Gráfica 1.2.3-g	España: tasa de desempleo	40
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	42
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	42
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	41
Gráfica 1.2.4-d	Alemania: evolución de la vacunación contra el Covid-19	43
Gráfica 1.2.4-e	Alemania: PMIs	43
Gráfica 1.2.4-f	Alemania: índice ZEW de expectativas de crecimiento y situación actual	43
Gráfica 1.2.4-g	Alemania: matriculación de vehículos	43
Gráfica 1.2.5-a	Italia: PMIs	44
Gráfica 1.2.5-b	Italia: producción industrial	44
Gráfica 1.2.5-c	Italia: descomposición y previsiones del PIB	45
Gráfica 1.2.5-d	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	45
Gráfica 1.2.5-e	Italia: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	46
Gráfica 1.2.5-f	Italia: evolución de la vacunación contra el Covid-19	46
Gráfica 1.2.6-a	Reino Unido: PMIs	47
Gráfica 1.2.6-b	Reino Unido: tipo de cambio	47
Gráfica 1.2.6-c	Reino Unido: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	48
Gráfica 1.2.6-d	Reino Unido: evolución de la vacunación contra el Covid-19	48
Gráfica 1.2.6-e	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	49
Gráfica 1.2.6-f	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	49
Gráfica 1.2.7-a	Japón: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	50
Gráfica 1.2.7-b	Japón: evolución de la vacunación contra el Covid-19	52
Gráfica 1.2.7-c	Japón: descomposición y previsiones del PIB	51
Gráfica 1.2.7-d	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	51
Gráfica 1.2.7-e	Japón: PMIs	52
Gráfica 1.2.7-f	Japón: activos del banco central	52
Gráfica 1.2.8-a	Turquía: inflación y tipos de interés	53
Gráfica 1.2.8-b	Turquía: tipo de cambio	53
Gráfica 1.2.8-c	Turquía: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	54
Gráfica 1.2.8-d	Turquía: evolución de la vacunación contra el Covid-19	54
Gráfica 1.2.8-e	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	55
Gráfica 1.2.8-f	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	55
Gráfica 1.2.9-a	México: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	56
Gráfica 1.2.9-b	México: evolución de la vacunación contra el Covid-19	58
Gráfica 1.2.9-c	México: descomposición y previsiones del PIB	57
Gráfica 1.2.9-d	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	57
Gráfica 1.2.9-e	México: PMIs	58

Gráfica 1.2.9-f	México: inflación y tipos de interés	58
Gráfica 1.2.10-a	Brasil: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	59
Gráfica 1.2.10-b	Brasil: evolución de la vacunación contra el Covid-19	61
Gráfica 1.2.10-c	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	60
Gráfica 1.2.10-d	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	60
Gráfica 1.2.10-e	Brasil: PMIs	61
Gráfica 1.2.10-f	Brasil: inflación y tipos de interés	61
Gráfica 1.2.11-a	Argentina: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	62
Gráfica 1.2.11-b	Argentina: evolución de la vacunación contra el Covid-19	64
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 1.2.11-e	Argentina: inflación y tipos de interés	64
Gráfica 1.2.11-f	Argentina: tipo de cambio	64
Gráfica 1.2.12-a	China: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	65
Gráfica 1.2.12-b	China: evolución de la vacunación contra el Covid-19	66
Gráfica 1.2.12-c	China: PMIs	66
Gráfica 1.2.12-d	China: tipo de cambio	66
Gráfica 1.2.12-e	China: descomposición y previsiones del PIB	67
Gráfica 1.2.12-f	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	67
Gráfica 1.2.13-a	Indonesia: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	68
Gráfica 1.2.13-b	Indonesia: evolución de la vacunación contra el Covid-19	70
Gráfica 1.2.13-c	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB	69
Gráfica 1.2.13-d	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	69
Gráfica 1.2.13-e	Indonesia: inflación y tipos de interés	70
Gráfica 1.2.13-f	Indonesia: balanza comercial	70
Gráfica 1.2.14-a	Filipinas: contagios y fallecimientos diarios Covid-19 e índice de restricción	71
Gráfica 1.2.14-b	Filipinas: evolución de la vacunación contra el Covid-19	73
Gráfica 1.2.14-c	Filipinas: descomposición y previsiones del PIB	72
Gráfica 1.2.14-d	Filipinas: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	72
Gráfica 1.2.14-e	Filipinas: inflación y tipos de interés	73
Gráfica 1.2.14-f	Filipinas: tipo de cambio	73
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	76
Gráfica 2.1.6	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo	84
Gráfica 2.1.7	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	85
Gráfica 2.1.8	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	85
Gráfica 2.1.9	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	93
Gráfica 2.1.11	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	95
Gráfica 2.1.12	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	95
Gráfica 2.1.13	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	96

Recuadros

Recuadro 1.1.1	Actualización de política monetaria	20
Recuadro 2.1.5	España: actualización de previsiones de crecimiento de primas	79
Recuadro 2.1.8	Brasil: actualización de previsiones de crecimiento de primas	86

Referencias

- 1/ Véase la sección interactiva “[Respuesta institucional a la crisis Covid-19 y efectos en el crecimiento esperado](https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado)” elaborado por MAPFRE Economics, en: <https://app.klipfolio.com/published/caccb158c65efaa8a297e30bfd59fd6f/respuesta-institucional-a-la-crisis-covid19-y-efectos-en-el-crecimiento-esperado>
- 2/ Véase: MAPFRE Economics (2021), *Panorama económico y sectorial 2021: perspectivas hacia el cuarto trimestre*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 3/ Véanse las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA), “[Curvas EIOPA](https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa)”, en: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>
- 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](https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa)”, en: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>
- 5/ En las actas de la reunión de diciembre de 2021 de la Reserva Federal, que se publicaron en enero de 2022, se habla no solo de una reducción del ritmo de compras netas de bonos soberanos y corporativos, sino también de la posibilidad de comenzar a reducir el tamaño del balance del banco central en los próximos meses.
- 6/ Munich Re (2022/01/10). *Hurricanes, cold waves, tornadoes: Weather disasters in USA dominate natural disaster losses in 2021*, en: <https://www.munichre.com/en/company/media-relations/media-information-and-corporate-news/media-information/2022/natural-disaster-losses-2021.html>
- 7/ Consorcio de Compensación de Seguros (2022). Decimotercera nota informativa sobre la actividad del CCS con ocasión de la erupción volcánica en la isla de La Palma, en: https://www.conorseguros.es/web/documents/10184/121530/13_nota_CCS_Volcan_La+Palma_17012022.pdf/a17d171e-90f4-4840-bd15-d5fb9bd722f8
- 8/ Véase: <https://www.eiopa.europa.eu/document-library/financial-stability-report/financial-stability-report-december-2021>
- 9/ Véase: https://www.eiopa.europa.eu/tools-and-data/statistics-and-risk-analysis/risk-dashboard_en
- 10/ Véase: https://www.eiopa.europa.eu/document-library/report/2021-insurance-stress-test-report_en
- 11/ Véase: https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/financial_stability/insurance_stress_test/insurance_stress_test_2021/2021-stress-test-adverse-scenario.pdf

Otros informes de MAPFRE Economics

- MAPFRE Economics (2021), *GIP-MAPFRE 2021*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *El mercado asegurador latinoamericano en 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *El mercado español de seguros en 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Ranking de los mayores grupos aseguradores europeos 2020*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Sistemas de pensiones en perspectiva global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Inversiones del sector asegurador*, 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.
- MAPFRE Economics (2020), *El mercado asegurador latinoamericano en 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *El mercado español de seguros en 2019*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 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), *Sistemas de pensiones*, 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