

A photograph of the White House in Washington, D.C., featuring its iconic portico with white columns and a large American flag flying on a tall pole against a blue sky with scattered white clouds. The building's facade is white with classical architectural details like pediments and balustrades. In the foreground, there are green bushes and a lawn.

Fundación **MAPFRE**

PANORAMA ECONÓMICO
Y SECTORIAL 2025

MAPFRE Σeconomics

Panorama económico y sectorial 2025

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 (2025), *Panorama económico y sectorial 2025*,
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:
2025, Fundación MAPFRE
Paseo de Recoletos, 23. 28004 Madrid
www.fundacionmapfre.org

Febrero, 2025.

MAPFRE Economics

Manuel Aguilera Verduzco

Director General

avmanue@mapfre.com

Gonzalo de Cadenas Santiago

Director de Análisis Macroeconómico y Financiero

gcaden1@mapfre.com

Ricardo González García

Director de Análisis, Estudios Sectoriales y Regulación

ggricar@mapfre.com

José Brito Correia

jbrito@mapfre.com

Begoña González García

bgonza2@mapfre.com

Isabel Carrasco Carrascal

icarra@mapfre.com.mx

Fernando Mateo Calle

macafee@mapfre.com

Rafael Izquierdo Carrasco

rafaizq@mapfre.com

Eduardo García Castro

gcedua1@mapfre.com

Johannes Ricardo Rojas Díaz

jroja1@mapfre.com

Isabel Diez de Rivera Vergara

Nicolas Lopez Revuelta

Álvaro Arroyo Hernández

Ana Díaz Miguel

Ikram Khay Laabi

Contenido

Presentación	11
Introducción	13
Resumen ejecutivo	15
1. Panorama económico	17
1.1. El panorama económico global	17
1.1.1 Un año de fundamentales desacompañados	17
1.1.2 Perspectivas y dinámicas regionales	23
1.1.3 Escenarios y previsiones	36
1.1.4 Balance de riesgos de corto plazo	37
1.2. Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas	41
1.2.1 Estados Unidos	41
1.2.2 Eurozona	43
1.2.3 España	45
1.2.4 Alemania	47
1.2.5 Italia	49
1.2.6 Francia	51
1.2.7 Portugal	53
1.2.8 Reino Unido	55
1.2.9 Japón	57
1.2.10 Turquía	59
1.2.11 México	61
1.2.12 Brasil	64
1.2.13 Argentina	66
1.2.14 Colombia	68
1.2.15 Chile	70
1.2.16 Perú	72
1.2.17 China	74
1.2.18 Indonesia	76

2. Panorama sectorial	79
2.1. El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora.	79
2.1.1 Mercados globales	79
2.1.2 Eurozona.	82
2.1.3 Alemania	83
2.1.4 Italia	84
2.1.5 España	84
2.1.6 Portugal	85
2.1.7 Reino Unido	86
2.1.8 Estados Unidos	87
2.1.9 Brasil	88
2.1.10 México	89
2.1.11 Argentina	90
2.1.12 Turquía	91
2.1.13 China	92
2.1.14 Japón	93
2.1.15 Reaseguro	93
2.2. Tendencias regulatorias y de supervisión	95
2.2.1 Reforma de Solvencia II	95
2.2.2 Informe 2024 de estabilidad financiera de EIOPA	95
2.2.3 Test de Estrés del Sector Asegurador Europeo 2024	96
2.2.4 Marco normativo de resiliencia operativa digital del sector financiero en la Unión Europea (DORA)	97
2.2.5 Regulación sobre Inteligencia Artificial	97
2.2.6 Informe de la IAIS sobre el mercado global de seguros (GIMAR 2024)	99
2.2.7 Marco armonizado para la supervisión de solvencia de la IAIS	99

Apéndice A:	
previsiones macroeconómicas	101
Apéndice B:	
previsiones de crecimiento de primas	105
Índice de tablas, gráficas y recuadros	107
Referencias	111

Presentación

Fundación MAPFRE se complace en presentar el estudio *Panorama económico y sectorial 2025*, el cual ofrece una visión general respecto de las principales perspectivas macroeconómicas y financieras globales para 2025 y 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 2025 con la publicación de dos actualizaciones trimestrales y una semestral.

Como apunta el informe, a pesar de la incertidumbre geopolítica existente, el crecimiento económico y los niveles de los tipos de interés favorecerán globalmente el desarrollo de la actividad aseguradora, con buenas perspectivas también en cuanto a su rentabilidad. Se estima que, en 2024, el crecimiento del sector a nivel global habría sido del 5,3% en el segmento de Vida y del 4,3% en No Vida, en línea con el desempeño macroeconómico agregado. De cara a 2025, a pesar de un entorno caracterizado por una moderación en las presiones inflacionarias y condiciones financieras más acomodaticias, se anticipa una leve desaceleración en el segmento de Vida (4,8%) y un leve incremento de 0,2 puntos porcentuales en No Vida, hasta el 4,5%.

La industria aseguradora desempeña un papel muy importante como generador de empleo y riqueza, así como en su rol de proveer estabilidad al funcionamiento económico. Se ha demostrado que en países en donde la actividad aseguradora está más desarrollada, la economía tiende a prosperar. A pesar de ello, persisten importantes diferencias en el desarrollo de los diferentes mercados que los organismos gubernamentales tratan de solventar con medidas de política pública que potencien el desarrollo de la industria aseguradora. En Fundación MAPFRE queremos contribuir a la difusión del conocimiento financiero y asegurador a través de diferentes actividades, entre las que se engloba la publicación de los informes que elabora MAPFRE Economics sobre la materia, y que pueden ser consultados de modo abierto en el fondo documental que la Fundación pone al servicio de todos los interesados en su Centro de Documentación.

Fundación MAPFRE

Introducción

Esta nueva edición de nuestro informe *Panorama económico y sectorial 2025*, presenta una revisión de las perspectivas económicas, tanto a nivel global como de las principales economías del orbe y, a partir de esta, una valoración del contexto para el futuro desempeño de la industria aseguradora. En 2024, la economía global mostró resiliencia, manteniéndose cerca de su potencial a pesar de incertidumbres geopolíticas y divergencias en el crecimiento entre economías desarrolladas y emergentes. Asimismo, el proceso de control de la inflación permitió a los bancos centrales flexibilizar sus políticas monetarias, aunque los riesgos asociados a la inflación y la sostenibilidad fiscal siguen presentes. De cara a 2025, la segunda administración del presidente Donald Trump en los Estados Unidos traerá cambios en las políticas comercial, migratoria, fiscal, energética y de defensa, los cuales podrían generar impactos significativos en las perspectivas económicas no solo de ese país, sino a nivel global.

En este contexto, el informe prevé, para el *escenario base*, una desaceleración moderada del PIB global, el cual se situaría en el 3,1% en 2025 y en el 3,0% en 2026, y con una inflación promedio del 3,5% y 3,0%, respectivamente. En el *escenario estresado*, por su parte, el crecimiento de la economía global se ralentizaría al 2,9% y 2,8% en 2025 y 2026, respectivamente, y con una inflación promedio del 3,7% y 3,5% en cada uno de esos años.

A nivel sectorial, la relajación monetaria y la normalización de curvas de tipos de interés beneficiarán la actividad aseguradora global. Los segmentos de Vida y de No Vida se verán favorecidos por mayores rendimientos financieros y una prima por plazo positiva. En la Eurozona, la debilidad económica afectaría al sector, excepto en España, donde las perspectivas son más favorables. En mercados emergentes, como Brasil y México, el bajo nivel de penetración aseguradora y el crecimiento económico seguirán impulsando la demanda. Otras economías, como Argentina y Turquía, muestran señales de recuperación económica, lo que fortalecerá sus respectivos mercados aseguradores.

MAPFRE Economics

Resumen ejecutivo

Panorama económico y sectorial 2025

Panorama económico

El año 2024 se caracterizó por un balance en el que la actividad económica se mantuvo cerca del potencial y mostrando resiliencia frente a incertidumbres globales, y en el que el control del proceso inflacionario fue una constante que permitió a los bancos centrales considerar políticas monetarias menos restrictivas. Respecto a la geopolítica, aunque estuvo marcada por conflictos en Europa y Oriente Medio, evitó escaladas significativas que aumentaran las tensiones en el nuevo orden multipolar. A pesar de ello, el crecimiento económico mostró divergencias notables entre economías desarrolladas y emergentes, y al interior de estos grupos, resaltando la necesidad de centrarse en los fundamentos macroeconómicos para entender la variedad de momentos cíclicos. Asimismo, se observan cambios en la inflación y en las políticas de los bancos centrales, mostrando riesgos y obstáculos para poder alcanzar las metas económicas.

De cara a 2025, del inicio de la segunda administración del presidente Donald Trump en los Estados Unidos, se espera una revisión completa de la *política comercial* (estableciendo aranceles como mecanismos de coerción y base transaccional de acuerdos), la *política migratoria* (centrada en proteger el empleo local y sostener políticas de deportación), la *política fiscal* (donde los recortes impositivos del primer mandato se mantendrán compensando su impacto con los aranceles sobre los balances externos), la *política energética* (en la que declarar una emergencia energética podría aumentar la oferta e impulsar las exportaciones, aunque parte de esos beneficios podrían verse reducidos al dismantelar las políticas industriales impulsadas en la administración del

presidente Biden), y la *política de defensa* (en la que, al reclamar que los aliados de la OTAN aumenten su gasto hasta el 5% del PIB, se buscaría beneficiar la industria local de los Estados Unidos en esa área).

Por otra parte, desde finales de 2024 se ha venido observando un aumento en los rendimientos de bonos en mercados de deuda globales. Este fenómeno refleja la complejidad de las expectativas de inflación y crecimiento, además de la prima por plazo que incorpora el riesgo de mantener la inversión en el tiempo. La ruptura al alza más reciente puede explicarse como una mayor incertidumbre sobre el crecimiento económico e inflación futuros, escepticismo respecto a la sostenibilidad de las cuentas públicas y los riesgos geopolíticos todavía presentes, entre otros factores. Estos desafíos podrían llevar a reconsiderar los recortes de tipos de interés por parte de los bancos centrales, especialmente la Reserva Federal, poniendo en riesgo la tendencia secular a la baja de los tipos de interés desde la década de 1980.

Para 2025, se prevé un crecimiento económico global sostenido y una desaceleración en la inflación promedio, lo que permitirá a los bancos centrales manejar mejor su entorno, aumentando la probabilidad de adoptar una postura neutral. Esta visión central refleja una dinámica global normalizada, pero con divergencias cíclicas y seculares, que conllevan la necesidad de adaptarse a la incertidumbre procedente de un contexto en el que la geopolítica y la competencia entre bloques responden a intereses más amplios. La economía de los Estados Unidos muestra señales de estabilidad con un mercado laboral sólido, un consumo robusto y una tendencia de la inversión firme. La Eurozona presenta un panorama de crecimiento más débil, causado por los obstáculos que quedan por resolver y por un incierto desafío

comercial que puede llegar con la segunda administración del presidente Trump. En España, tanto el consumo privado como la inversión contribuirán de forma positiva, manteniendo un dinamismo superior al del resto de la Eurozona. Los países emergentes, por su parte, enfrentan un contexto exterior más complejo que podría implicar una cierta desaceleración en el futuro. En América Latina, se espera un crecimiento positivo pero mixto, con la imposición de aranceles como limitante y un proceso de *nearshoring* que todavía influye favorablemente. Asia experimentará un crecimiento constante, en el que las tensiones comerciales podrían centrarse en China (donde se mantiene el supuesto de una desaceleración secular que podría acentuarse si no se aplican medidas contracíclicas efectivas), beneficiando a otros países de la región tanto para la exportación como para la inversión.

En el *escenario base* considerado en este informe, se observa una actividad económica global equilibrada, con un ligero descenso (3,1% y 3,0% en 2025 y 2026), mientras que, en materia de precios, la revisión prevé una inflación media para estos años del 3,5% y 3,0%, respectivamente. Por su parte, en el *escenario estresado* (de naturaleza alternativa y más pesimista) se prevé un ligero descenso de la dinámica económica global, la cual se situaría en el 2,9% y 2,8% en 2025 y 2026, y una inflación promedio en el entorno del 3,7% y 3,5% para cada uno de esos años.

Panorama sectorial

A nivel global, los efectos en el nivel de actividad económica de unas condiciones de financiación menos endurecidas, la moderación de la inflación y la recuperación del crédito en gran parte de las principales economías del orbe, supondrán un impulso a la economía real para la que se prevé, en la visión central, un crecimiento equilibrado, el cual se trasladará a la actividad aseguradora. A pesar de la incertidumbre geopolítica, el crecimiento económico y los niveles de los tipos de interés favorecerán globalmente el desarrollo del sector asegurador, tanto en el segmento de los seguros de Vida como en el de los seguros de No Vida. Estas buenas perspectivas son igualmente previsibles en cuanto a la rentabilidad de la industria aseguradora, en virtud de la mejora del rendimiento financiero de sus carteras de inversiones, benefi-

ciándose progresivamente de los movimientos de las curvas de tipos de interés, las cuales se están normalizando con unos niveles más elevados en los tramos largos que en los tramos cortos, ofreciendo una prima por plazo positiva y niveles que, en general, superan a las expectativas de inflación en esos tramos.

En la Eurozona, las previsiones apuntan hacia un crecimiento económico débil que afecta principalmente a Alemania, pero también a Francia e Italia, si bien con una ligera aceleración en el crecimiento para los próximos dos años, debilidad que se trasladará previsiblemente a la actividad aseguradora de sus respectivos mercados. No obstante, otras economías del sur de Europa, particularmente España, sigue comportándose mejor que el resto de las grandes economías de la zona euro, presentando buenas perspectivas para su sector asegurador, a medida que el Banco Central Europeo avanza en su proceso de relajación monetaria. En lo que toca a los mercados emergentes, si bien se espera una cierta desaceleración económica en algunos de sus principales mercados, el entorno de crecimiento económico sigue dibujando un panorama favorable para la actividad aseguradora en países como Brasil y México, en donde, además, los bajos niveles de penetración del seguro constituyen un elemento adicional de impulso a la demanda aseguradora. Asimismo, se prevé que los ingresos financieros sigan aportando en gran medida a la rentabilidad del sector asegurador por los altos niveles de los tipos de interés, significativamente superiores a las previsiones de inflación. Por último, cabe señalar que mejoran también las perspectivas económicas en otras economías emergentes, como Argentina y Turquía, lo que redundará igualmente en un estímulo al crecimiento de sus mercados aseguradores.

1. Panorama económico

1.1 El panorama económico global

1.1.1 Un año de fundamentales desacompañados

En retrospectiva al análisis de nuestro informe de 2024¹, el año ha terminado dejando un balance que, en líneas generales, puede calificarse como relativamente benigno. La actividad económica se mantuvo próxima al potencial en términos agregados, desestimando cualquier tesis de aterrizaje y asentando una tendencia de resiliencia que se superpuso a las incertidumbres globales. En el mismo sentido, la desinflación en la carrera por la última milla ha permanecido como una constante positiva y ha permitido, en mayor o menor medida, mantener intactos los planes de los principales bancos centrales de retornar hacia una política monetaria menos restrictiva. A su vez, y a pesar de los múltiples frentes abiertos, la geopolítica se mantuvo sin grandes cambios, con los conflictos en Europa y Oriente Medio sin ofrecer una vía de salida clara, pero sorteando los riesgos de una escalada de mayor intensidad que ampliara las grietas que caracterizan el nuevo orden multipolar al que se enfrenta el mundo.

A pesar de este escenario, el crecimiento económico global no se ha mostrado homogéneo, haciendo evidente una brecha de divergencias entre las economías desarrolladas y las emergentes, así como dentro de cada uno de estos grupos, lo que confirma la exigencia por centrarse en los fundamentales macroeconómicos para interpretar una amplia variedad de momentos cíclicos. Esto también ha venido arrojando cuestiones desde el punto de vista de la inflación, tal como muestran los cambios de enfoque en la hoja de ruta de la Reserva Federal de los Estados Unidos y del Banco Central Europeo (BCE), la prudencia del Banco de Japón, la flexibilización del banco central en China o el cambio de signo en Brasil, dinámicas que hacen todavía más evidentes las señales de que existen riesgos bien definidos y ciertos obstáculos para

la llegada a la meta. Como signo distintivo de estas dinámicas, también en 2024, se sucedieron una amplitud de cambios a nivel político de la mano del superciclo electoral, con un saldo ganador para las alternativas a la política más tradicional y la confirmación de una nueva etapa en Estados Unidos al mando de Donald Trump; variable independiente que contribuye a seguir navegando en un panorama de difícil predictibilidad y que añade una capa de incertidumbre adicional a un desafiante panorama de fragmentación global.

De cara a 2025, el escenario más plausible sigue siendo el de una continuación de la tendencia que plasme un ritmo de crecimiento similar al del año previo. Este soporte cíclico de tasas de crecimiento potencialmente estables puede verse justificado por la inercia de expectativas positivas del último compás de 2024, por el positivo comportamiento del empleo, los salarios reales, tipos de interés más bajos y una política fiscal ligeramente más restrictiva, pero que continuará siendo netamente deficitaria. Del lado negativo, el empleo comienza a mostrar ciertas señales de fatiga en buena parte del mundo, síntomas todavía poco preocupantes, pero indicativos de que una vez alcanzada la tasa natural de desempleo (NAIRU) y restaurado el equilibrio prepandémico, las oscilaciones cíclicas son frecuentes y pueden responder a variaciones en la producción, a cambios en el sesgo político o al signo de la política económica. En la misma línea, la confianza del consumidor tampoco parece terminar de recoger las mejoras del poder adquisitivo, mermada tanto por la continuidad de las incertidumbres como por el deterioro de las expectativas de una inflación que todavía se encuentra afrontando el *sprint* final. En consecuencia, observando esta línea de meta se encuentran los principales bancos centrales, con un tono todavía restrictivo y justificando la necesidad de recibir señales más claras para cambiar el enfoque hacia uno de mayor neutralidad.

La incertidumbre de la política económica estadounidense

Unas de las principales incógnitas parte del segundo mandato del presidente Donald Trump, el cual, tal como se plasmó tanto en la campaña como con la firma de las primeras órdenes ejecutivas, pasa por reescribir las políticas comerciales, migratorias, regulatorias, energéticas y de defensa, con el fin de sentar las bases de una «nueva edad de oro» para la economía estadounidense y anteponer los intereses de los Estados Unidos a los del resto del mundo (véase el Recuadro 1.1.1). Bien sea a través de la salida de la Organización Mundial de la Salud (OMS), de la retirada de los acuerdos climáticos de París o de la redefinición de la participación estadounidense en la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN), el cambio de melodía comienza a hacerse evidente bajo la batuta de Trump y su particular visión del mundo.

En términos de política comercial, el instrumento dominante parece seguir siendo el establecimiento de aranceles como mecanismo de coerción y base transaccional de acuerdos, una propuesta poco sorpresiva dados los antecedentes de su anterior mandato en 2016, pero que pone en relieve que el *arte de negociar* será el eje central de las relaciones con los países que más contribuyen al déficit comercial de Estados Unidos, o que menor sintonía política expongan. Entre los países más expuestos a esta retórica están China (con el arancel del 10% ya establecido), México y Canadá (con el arancel del 25% propuesto y pausado hasta marzo) o la Unión Europea (todavía sin definir). Entre los riesgos clave más evidentes que se derivan de esta aproximación al tema comercial están, claramente, un crecimiento económico más lento y una inflación menos controlable, al menos en el agregado.

Por lo que respecta a la política migratoria, todo apunta al objetivo de defender la mano de obra local, sostener políticas de deportación y compensar los efectos negativos sobre la productividad a partir de impulsores como la inteligencia artificial (IA), al retorno de la producción local, la inversión en industrias clave y la desregulación. En perspectiva, la teoría económica sugiere que los efectos podrían traducirse en un mayor crecimiento potencial para la economía en el corto plazo, pero también

implicaría precios mayores, conjugación que derivaría en un tipo de interés neutral más alto. Pero con el foco puesto en el corto plazo, y sin una visión clara del lapso o calado de estas medidas, los efectos más inmediatos resultarían en un estímulo a la producción por el lado de la oferta, en un aumento del consumo y en una presión adicional en precios, lo que justifica la postura actual de cautela de la Reserva Federal.

En materia de política fiscal, existe un consenso general en el sentido de que los recortes impositivos promulgados durante su primera etapa se extenderán en el tiempo, y que el impacto de estos sería compensado en parte por los aranceles sobre los balances externos. No obstante, es posible que parte de esos beneficios vayan a parar nuevamente al gasto en productos importados, resultando ambiguos sus efectos, con lo que se trata de un instrumento que puede ser tan cambiante como la propia política comercial. En este sentido, se puede extraer nuevamente que el saldo de esta política sería una probable combinación de mayor actividad económica de corto plazo y mayores precios, con la contrapartida de un déficit fiscal sometido a tipos de interés más altos. Sobre la política energética, la declaración de una emergencia energética para desbloquear los planes expansivos de la industria, incrementar la oferta e impulsar las exportaciones de su excedente sería beneficioso en términos de precios. Sin embargo, parte de estos beneficios podrían anularse al dismantelar las políticas industriales de la era Biden y redirigir la inversión a un sector que, según las estimaciones de la Agencia Internacional de Energía (IEA), podría derivar en sobreoferta².

Por último, destacan los planes expansivos de los Estados Unidos en materia de defensa, al incluir las exigencias de que los aliados de la OTAN deban elevar su gasto en defensa hasta el 5% del PIB, lo que se traduciría en un aumento de la producción estadounidense, en una ayuda para corregir los déficits comerciales, en elevar la competencia con sus rivales y en corresponsabilizar al resto de miembros en las tareas de seguridad. Este instrumento, supondría un impulso netamente positivo para la economía de los Estados Unidos y difícilmente eludible por el resto de socios, más aún al considerar las tendencias geopolíticas globales.

Recuadro 1.1.1 La nueva administración Trump y el Project 2025

A diferencia de la primera administración del presidente Donald Trump, las medidas económicas y sociales que ha venido implementando siguen una hoja de ruta determinada y muy contrastada con su base electoral. La parte económica, la relativa a la guerra tarifaria como instrumento para conseguir victorias tácticas en una visión de mundo basada en acuerdos bilaterales, se está consumando. La política social, por su parte, busca garantizar el soporte social interno, incluso en un contexto en el que se retrase (o no llegue) la prometida recompensa económica derivada de su elección (inversión, crecimiento, menor inflación, etc.). En este sentido, la base ideológica que está sirviendo de guía para la rápida implementación de medidas por parte de la nueva administración se nutre del denominado *Project 2025*.

El Project 2025

La Heritage Foundation, creada en 1973, es uno de los *think tanks* conservadores más influyentes en los Estados Unidos. A lo largo de las últimas décadas, ha desempeñado un papel clave en la formulación de políticas para administraciones republicanas, proporcionando marcos ideológicos y estrategias legislativas. En 2023, lanzó el *Project 2025*, un plan político integral cuyo objetivo fue preparar una futura administración republicana para reformar profundamente el gobierno federal a partir de enero de 2025.

El documento "Mandate for Leadership: The Conservative Promise" presenta un conjunto de reformas que abarcan desde la estructura gubernamental hasta la economía, la educación y la política exterior. La base de este proyecto coincide con los principios y medidas promovidos por la nueva administración de Donald Trump, consolidando una agenda política que busca reducir el gobierno federal, fortalecer el Poder Ejecutivo y restaurar valores conservadores en la sociedad estadounidense.

Los principales planteamientos de este proyecto pueden resumirse como sigue:

Reconstrucción del Estado Federal y desmantelamiento del "Estado Administrativo"

Plantea la implementación del llamado "Schedule F", una designación que permite despedir empleados federales clave sin restricciones tradicionales, facilitando la eliminación de burócratas que no se alineen con la administración presidencial. Asimismo, esboza la reducción del poder de agencias reguladoras, como la Agencia de Protección Ambiental (EPA), la Comisión de Bolsa y Valores (SEC) y la Oficina para la Protección Financiera del Consumidor (CFPB), devolviendo competencias regulatorias al Congreso o al Presidente.

Defensa de la soberanía nacional

Establece la necesidad de un refuerzo de las fronteras de los Estados Unidos con barreras físicas, tecnología avanzada de vigilancia y aumento de deportaciones, sugiriendo la reformulación del sistema migratorio hacia un modelo basado en méritos, eliminando programas de reunificación familiar. De igual forma, plantea el retiro de compromisos internacionales que no benefician directamente a los Estados Unidos (como el Acuerdo de París o la Organización Mundial de la Salud), promoviendo la doctrina "America First".

Restauración de la familia y los valores conservadores

En este rubro, el proyecto enfatiza en la aplicación de incentivos fiscales para promover el matrimonio y la estabilidad familiar, en la protección de los derechos parentales en la educación, permitiendo la elección de escuelas privadas o religiosas con fondos públicos, así como en la eliminación de ideologías progresistas en las políticas gubernamentales y el sistema educativo, prohibiendo términos como "género" y "diversidad".

Reformas en política educativa

Se proyecta la introducción de vales educativos para fomentar la educación privada y

Recuadro 1.1.1 (continuación) La nueva administración Trump y el Project 2025

religiosa, así como la eliminación de teorías progresistas, como el "Critical Race Theory", en el currículo escolar. Asimismo, establece la reducción del Departamento de Educación, transfiriendo su autoridad a los estados.

Economía y desregulación

Una parte importante del proyecto tiene que ver con la simplificación fiscal, la reducción de tasas impositivas y la eliminación de subsidios a energías renovables. En este rubro, se establece el fomento de la independencia energética mediante el impulso al *fracking* y la producción de combustibles fósiles. De igual forma, se plantea la privatización de sectores públicos y la reducción de regulaciones para favorecer la libre empresa.

Seguridad nacional y defensa

El proyecto establece un claro llamado al aumento del presupuesto de defensa, con énfasis en la inversión en tecnología avanzada y ciberseguridad. Asimismo, plantea la reducción de compromisos militares en el extranjero, priorizando la competencia con China y Rusia, así como la revisión de acuerdos internacionales para alinear la política exterior con los intereses nacionales.

Vínculos con las medidas recientes

Desde su regreso a la Casa Blanca, el presidente Donald Trump ha impulsado una serie de medidas que reflejan directamente las propuestas del *Project 2025*. Aunque durante su campaña se

distanció públicamente del documento, su administración ha aplicado muchas de sus recomendaciones. Cuatro áreas son un buen ejemplo de ello:

- *Desmantelamiento del Departamento de Educación.* Se ha iniciado el proceso para transferir competencias educativas a los estados y eliminar regulaciones federales.
- *Reformas en materia de diversidad e inclusión.* Se han eliminado políticas de diversidad en agencias federales, generando una tendencia equivalente en algunas grandes corporaciones.
- *Control migratorio y deportaciones.* Se han reforzado medidas de seguridad fronteriza y acelerado deportaciones masivas.
- *Reestructuración del Gobierno Federal.* La implementación de la llamada "Schedule F" ha permitido la destitución discrecional de empleados del gobierno, especialmente los vinculados a la agenda política de la administración demócrata previa.

La interconexión entre el *Project 2025* y las acciones de la administración Trump parece confirmar que este documento es la base ideológica que está guiando este segundo mandato. Así, a través de la Heritage Foundation, se ha logrado consolidar una estrategia política que trasciende administraciones y busca transformar estructuralmente el gobierno estadounidense hacia un modelo conservador de largo plazo.

Señales de alerta ante un entorno cambiante

Desde finales de 2024, ha venido emergiendo también otra incógnita desde los mercados de deuda globales bajo la forma de un aumento notable en los rendimientos de los bonos que merece cierta atención. Este tipo de movimientos suelen responder a una naturaleza compleja que, sin embargo, puede resumirse como la

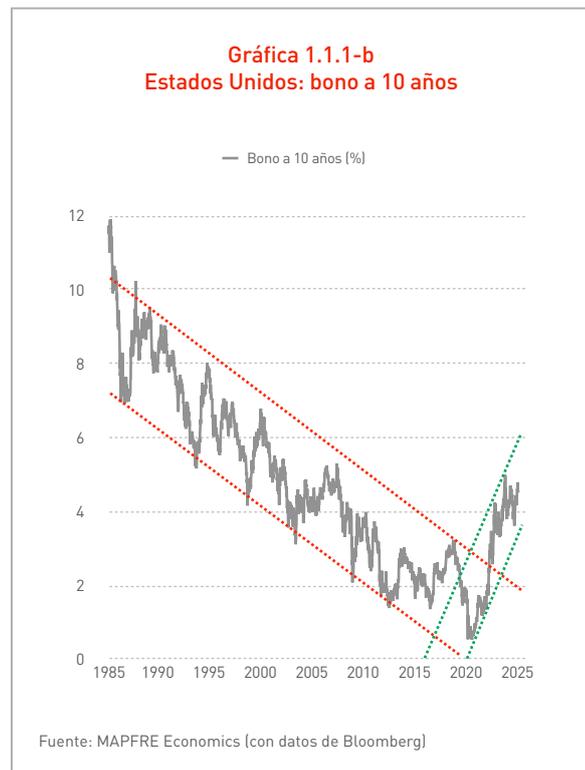
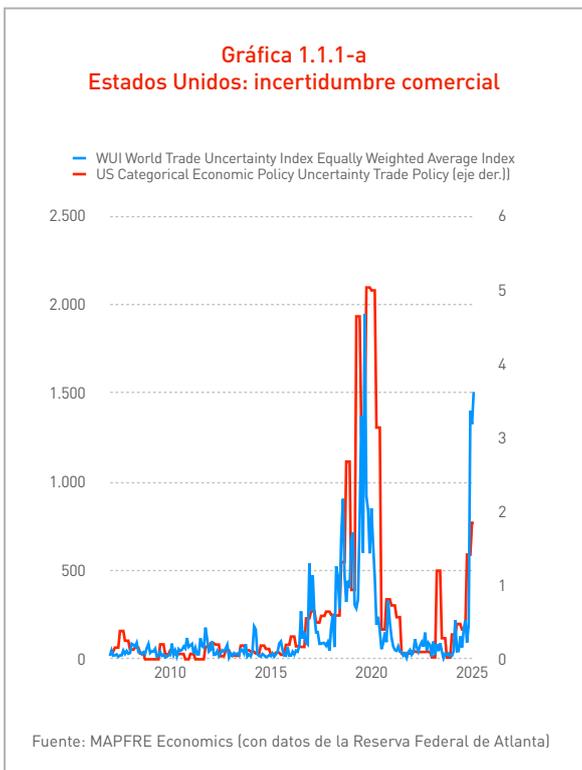
descomposición de una estructura de pagos que obedece a unas expectativas de inflación y crecimiento futuros, y a una variable conocida como "prima por plazo", que incorpora el riesgo y la incertidumbre de mantener la inversión en el tiempo combinada por factores como los movimientos en los tipos de interés de política monetaria futuros o las probabilidades de *default*, entre otros factores.

Atendiendo a estas variables, la ruptura al alza más reciente puede explicarse a partir de una combinación de elementos: (i) una visión menos clara del crecimiento y la inflación futuras, ajustada por una mayor prima de incertidumbre; (ii) cierto escepticismo por la vuelta de emisiones de deuda a largo plazo por los gobiernos en medio de preocupaciones por la sostenibilidad de las cuentas públicas; (iii) la percepción de un retroceso del libre comercio con la llegada de Donald Trump, y (iv) los innegables riesgos geopolíticos todavía vigentes. Todos estos desafíos cuestionan cuán lejos pueden llegar los bancos centrales en sus recortes de tipos de interés, especialmente en el caso de la Reserva Federal, y ponen en riesgo la tendencia secular que comenzó a principios de la década de los años 80 de tipos de interés a la baja.

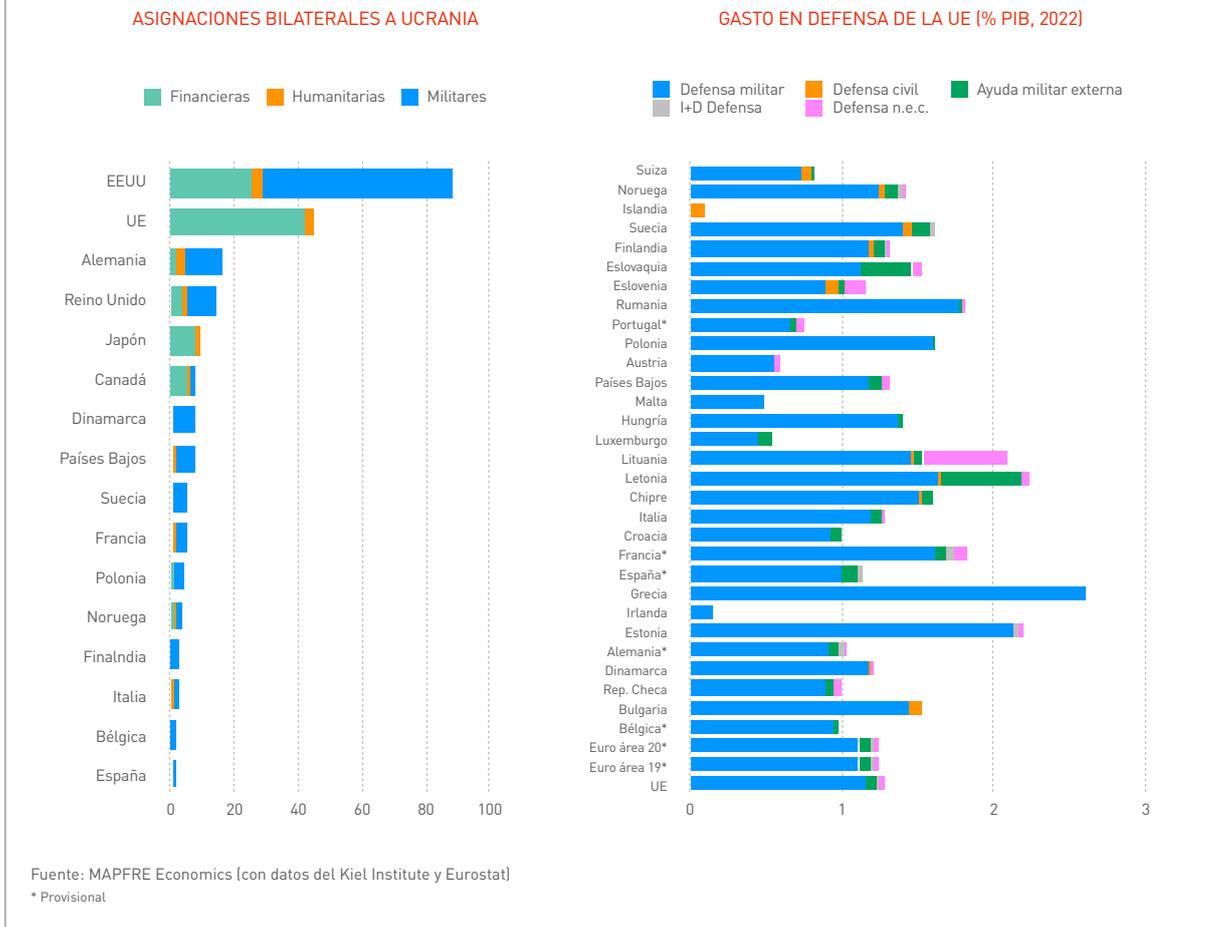
De los factores antes descritos, las variables macroeconómicas constituyen una parte clásica del análisis de fundamentales. No obstante, puede señalarse que estos se encuentran actualmente dominados por la narrativa de términos no económicos, tanto de la prima de riesgo geopolítica como de la renovada “prima tarifaria”. Esta dinámica puede observarse también en el mercado de divisas, que comienza a incorporar la expectativa de que el mecanismo de *devaluación competitiva* será la respuesta

fundamental para actuar en contra de los aranceles, lo que viene provocando una sucesión de fluctuaciones que apuntan a la complicada respuesta que tendrán que articular los diferentes bancos centrales para absorber el impacto y minimizar el coste económico (véanse las Gráficas 1.1.1-a y 1.1.1-b).

Por tanto, y desde una perspectiva secular, el mundo se encuentra atravesando un periodo de redefinición del modelo de libre comercio motivado desde la geopolítica al que resulta complicado poner precio. Entre los catalizadores para acelerar el cambio se encuentran: los avances en la productividad de la mano del innegable cambio tecnológico que supone el uso de la IA, los centros de datos, la computación en la nube y el dominio de narrativas a través de las redes sociales. Como contrapeso a los cambios estructurales están las rutas y cadenas de suministro históricamente confiables, los sectores regulados y la industria impulsora de la anterior revolución industrial y tecnológica que todavía se encuentran lidiando con la transición energética y al acoplamiento de nuevos eslabones comerciales. Como base transaccional, y sobre el que gravita la nueva disputa comercial, destaca el papel fundamental de las materias primas en todo este nuevo modelo, tanto energéticas como no energéticas, ya que fundamentan el eje central de este ciclo. Ello ex-



Gráfica 1.1.1-c
Global: asignaciones bilaterales a Ucrania y gasto en defensa de la Unión Europea



pone motivos más que suficientes para que cierto bloque trate de garantizar sus áreas de influencia, mientras que otros emerjan para albergar la posibilidad de establecer unos nuevos términos de intercambio más justos.

El primer factor de cambio parece copado por Estados Unidos, gracias al consolidado dominio tecnológico y, en menor medida, por China, con una postura proteccionista que se asienta sobre su histórico rechazo por la influencia occidental. En el segundo campo, parece que China se ha adelantado articulando un esquema competitivo superior al resto, brecha que Estados Unidos trata de cerrar impulsando una nueva edad de oro local. Europa y otras economías desarrolladas, por su parte, sin una ventaja competitiva clara, encuentran en la intervención del gobierno el único mecanismo para afrontar este cambio, bien sea a través de la financiación de los planes de reindustrialización,

o por medio del establecimiento de barreras regulatorias; la comparativa en cuanto a la estrategia, como lo muestran sus diferenciales de crecimiento y sus propias divisas, arroja hasta la fecha un saldo desfavorable.

Este delicado ajuste se mueve en paralelo a un aumento global del gasto en defensa, variable que sugiere una merma en las posibilidades de que se disipen los actuales conflictos armados en Ucrania y Oriente próximo (véase la Gráfica 1.1.1-c). Si bien el presidente Donald Trump prometió acabar con la primera de ellas en un período breve, parece más plausible un cambio de relevo con el que Europa tome una mayor responsabilidad en el futuro. En el caso del Oriente Medio, la narrativa sugiere que el apoyo a Israel permanecerá constante y que, salvo en el escenario de una escalada mayor, podrá contar con el beneplácito de Estados Unidos para reconfigurar su posición en la región. Como

nexo, es esperable que China continúe valorando la unificación de Taiwán como opción para mantener abiertas sus posibilidades en la tecnología de semiconductores.

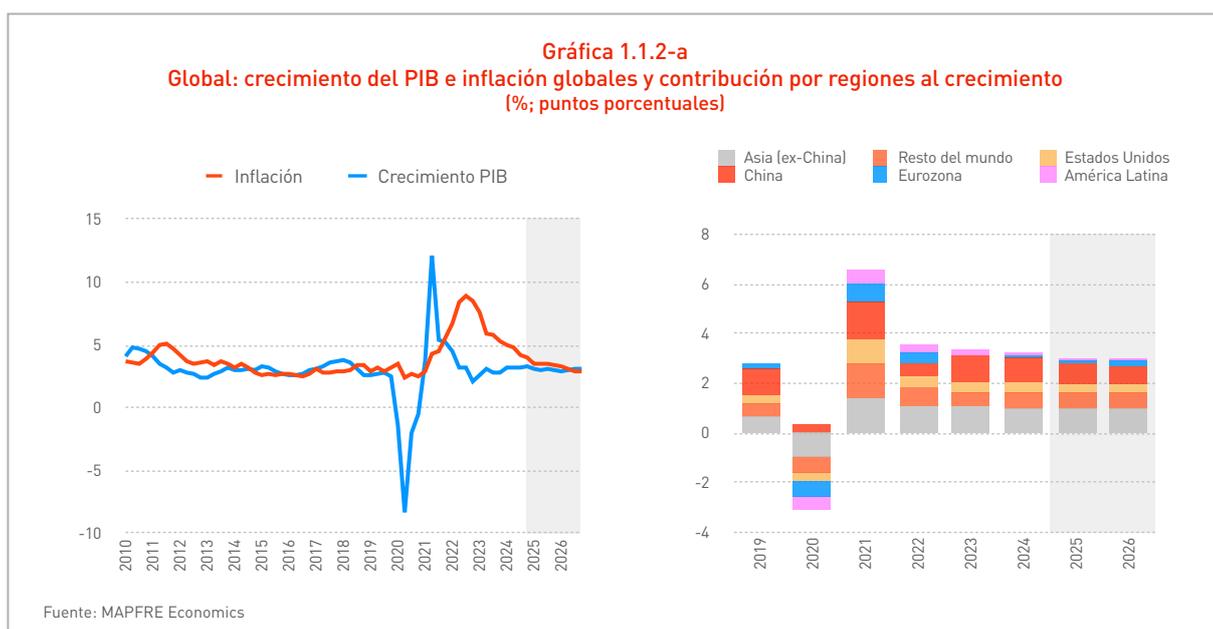
1.1.2 Perspectivas y dinámicas regionales

A nivel global, las previsiones de crecimiento siguen siendo constructivas para 2025 y se anticipa una senda continuista de tasas en torno al potencial, lo que se traduciría en un avance del PIB global del 3,1% para 2025 y del 3,0% para 2026 (véase la Gráfica 1.1.2-a). En términos de inflación, es previsible que continúe apagándose el ciclo de presiones en los precios y que, en ausencia de catalizadores extremos, comience a constatarse una cierta sucesión de “llegadas a meta”. En consecuencia, la inflación promedio descendería al 3,5% en 2025 y al 3,0% en 2026, aunque podría retrasarse en el agregado de los mercados emergentes, en donde, por la presión de algunas economías aún hiperinflacionarias, se aboca por un patrón de desinflación más gradual (4,5% y 3,8% en 2025-2026). En consecuencia, el entorno para los diferentes bancos centrales sería más gestionable y las probabilidades de cambiar a una posición neutral más altas. Este paso previo y necesario casa con una visión secular posterior de atravesar un periodo prolongado y más estable sobre un punto óptimo (que ni estimula ni restringe) sobre el que redefinir las diferentes hojas de ruta, pero que, al tratarse de una

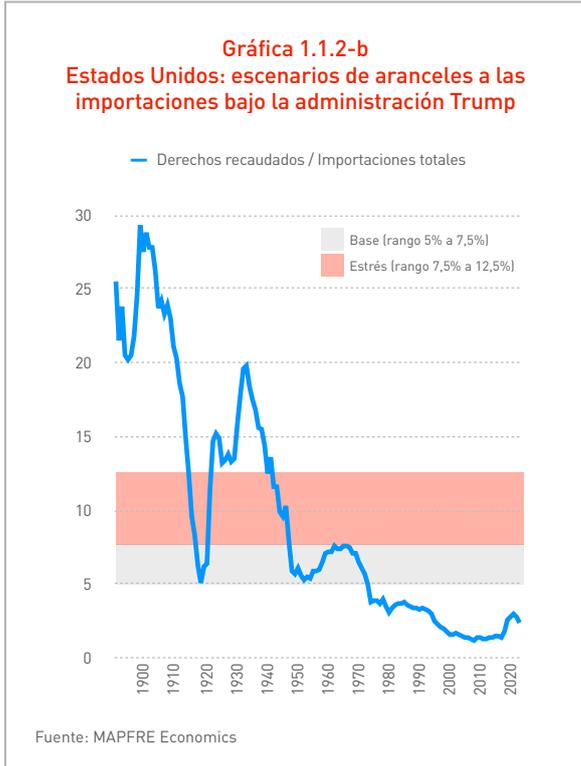
variable que no es directamente observable, puede llevar a intensificar las discusiones y el disenso.

Este posicionamiento, si bien responde a una dinámica normalizada del panorama global, es altamente probable que continúe componiéndose en una serie de divergencias cíclicas y seculares importantes; diferencias que van más allá de los fundamentales clásicos y que aterrizan la necesidad de aprender a convivir con la incertidumbre derivada de un contexto en el que la geopolítica y la competencia entre bloques responden a intereses más amplios. Por lo tanto, el sentido cíclico puede continuar dibujando tendencias opuestas, o al menos, contrarias en términos de visión (neoliberal o (neo)mercantilista).

En los Estados Unidos, el comportamiento de la economía sigue proporcionando pocas evidencias de un ritmo de expansión más lento; el mercado laboral sigue siendo estable, el consumo robusto y la tendencia de la inversión firme. Por lo tanto, se espera que continúe avanzando con fuerza y mantenga la divergencia abierta respecto a sus pares desarrollados. Esta bifurcación también seguirá siendo evidente por el lado de la inflación, postergando alcanzar la normalidad y con posibles inclinaciones a seguir siendo elevada en respuesta a la compleja combinación de políticas fiscales, comerciales y migratorias que se están implementando en ese país (véase la Gráfica 1.1.2-b). Esta moderación regazada puede seguir



Gráfica 1.1.2-b
Estados Unidos: escenarios de aranceles a las importaciones bajo la administración Trump



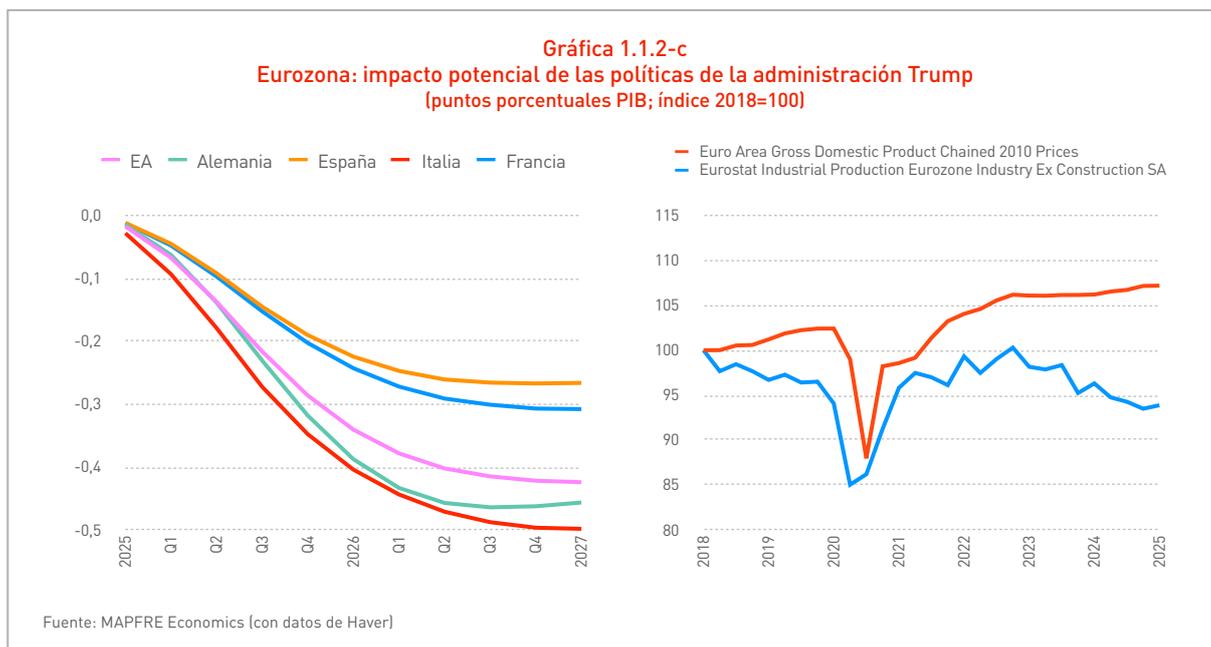
apreciándose en las divergencias entre el extremo corto y el extremo largo de las curvas de tipos, indicando que el apetito percibido por la Reserva Federal por los recortes de tipos de interés seguirá siendo reducido.

Para la Eurozona, se mantiene la previsión de un desempeño en general débil, el cual seguirá determinado en gran medida por los obstáculos todavía sin resolver y por el incierto desafío

comercial que puede venir de la segunda administración Trump (véase la Gráfica 1.1.2-c). Si bien el lastre de ciertas economías, como la alemana y la francesa, podría en cierta medida atenuarse y mejorar su contribución, la expectativa sigue siendo la de un crecimiento que no será especialmente brillante y que continuará liderado por los países del sur. En materia de precios, se anticipa que la senda de desinflación seguirá su curso, pero enfrentará algunos vientos en contra antes de la llegada a meta. Esto se debe a los aumentos en el precio de la energía, a la estela de precios en los servicios que puede continuar incumpliendo expectativas y a la debilidad del euro. En general, estas presiones al alza se mantendrán limitadas y permitirían al Banco Central Europeo (BCE) mantener la cautelosa hoja de ruta para seguir reduciendo los tipos de interés; sin embargo, el margen de maniobra seguirá limitado por las bandas del tipo de interés neutral (véase el Recuadro 1.1.2-a).

En España, se prevé que la inercia positiva continúe y siga manteniendo un dinamismo más elevado que el resto de la Eurozona. El consumo privado y la inversión continuarán siendo contribuidores positivos, apoyados por una tasa de desempleo que sigue dibujando un descenso gradual y una paulatina recuperación de la confianza del consumidor, en un entorno de mejoría de los salarios reales y de tipos de interés más bajos. En cuanto a la demanda externa, aunque sugiere síntomas de desaceleración, mantendrá todavía un ritmo de expansión ro-

Gráfica 1.1.2-c
Eurozona: impacto potencial de las políticas de la administración Trump
 (puntos porcentuales PIB; índice 2018=100)



Recuadro 1.1.2-a Actualización de política monetaria

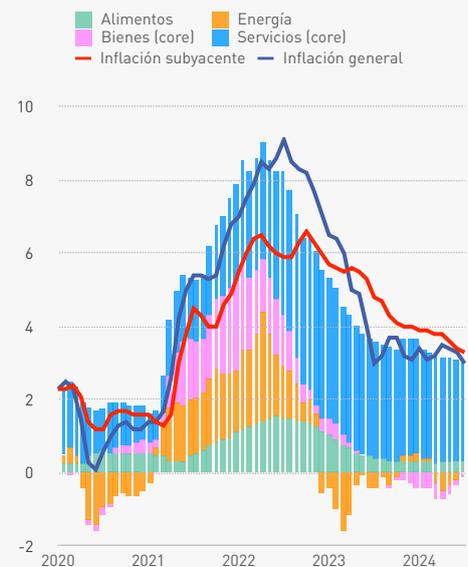
Reserva Federal

En su primera reunión del año, la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió volver a mantener sin cambios los tipos de interés oficiales, sosteniendo el rango en el 4,25%-4,50%, en línea con lo esperado por el mercado. En cuanto a la revelación de expectativas, se mantuvo una orientación a futuro cautelosa y que se acercó bastante a la presentada el pasado mes de diciembre, aunque con un sesgo adicional de espera para visualizar una dirección más clara. En este sentido, se perfilan dos recortes de tipos de interés de 25 puntos básicos (pbs) para este año y dos adicionales en 2026, lo que casa con un ritmo de descenso gradual hasta dar con el tipo terminal de largo plazo, que se mantiene entorno al 3,0%.

En cuanto al ajuste cuantitativo del balance, este continuó su curso, al no señalarse ningún cambio y se sitúa en niveles de 2020. Cabe destacar al respecto que, hasta la fecha, la Reserva Federal ha deshecho casi la mitad del ajuste pandémico, al liberar del balance aproximadamente 2,1 billones de dólares, de los cuales 1,5 billones corresponden a bonos del Tesoro y 0,5 billones a activos respaldados por hipotecas (MBS's). Tampoco hubo mención al resto de líneas de liquidez abiertas para asistir a los bancos y que se encuentran próximas a agotarse en su totalidad.

En lo que respecta a los datos de actividad, siguen denotando cierto optimismo en que la economía continúe expandiéndose de manera sostenible. El PMI manufacturero volvió a territorio expansivo, mientras que el de servicios, aunque en desaceleración, siguió afianzando avances positivos. En materia de inflación, la última lectura de diciembre mostró una nueva aceleración, hasta el 2,9% a/a y el 3,2% a/a en la subyacente (que no considera ni energía ni alimentos). Aunque el aumento fue generalizado, destacan el comportamiento de la vivienda (4,6% a/a), alimentos (2,5 a/a) y las aceleraciones mensuales tanto de los autos usados (1,2% m/m) como de la energía (2,6% m/m), partidas que siguen siendo negativas en tasa interanual, pero que sugieren cierto grado de rigidez que permanece en la inflación y que se debe tener en consideración (véase la Gráfica A).

Gráfica A.
Estados Unidos: inflación por componentes



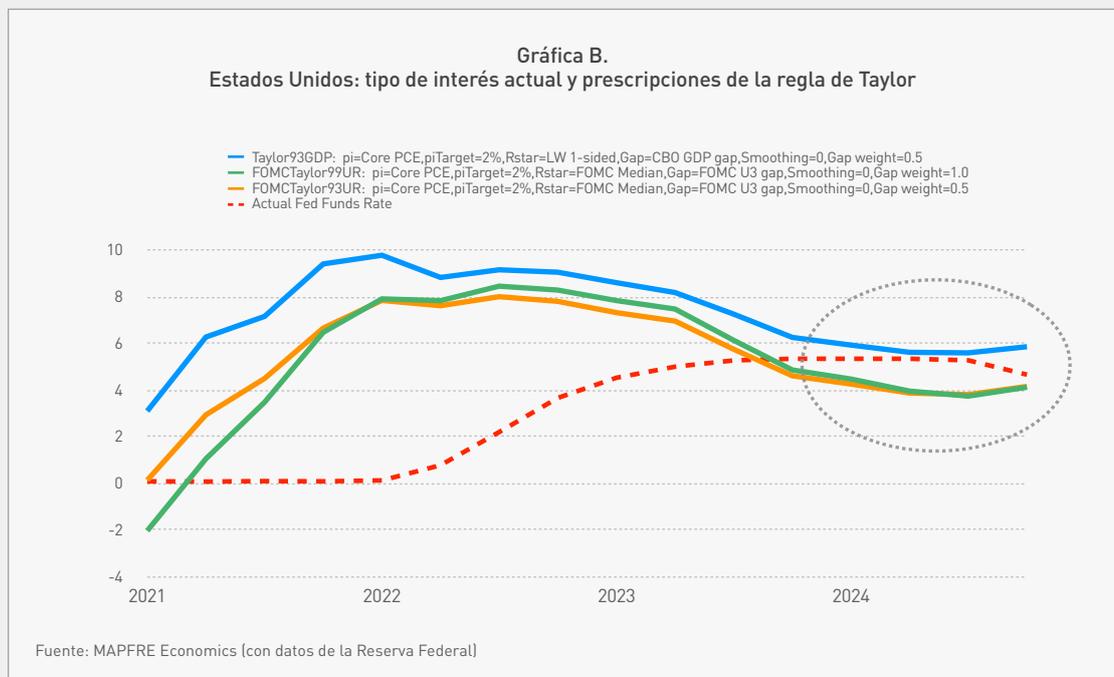
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

La línea de comunicación se mantuvo firme, ofreciendo poca información adicional y destacando que, si bien la inflación ha caído, todavía hay margen de mejora. Además, las preocupaciones sobre el empleo han resultado más eventuales de lo inicialmente previsto, reflejando una mayor sintonía con el sólido momento que vive la economía en términos de crecimiento económico. Por tanto, no hay una reacción esperable ante la falta de avances relevantes, ni necesidad para recortar los tipos de interés en este momento.

Valoración

La lectura principal del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) sugiere que el mensaje de diciembre sigue vigente y que, por lo tanto, no es necesario reanudar los recortes de tipos de interés por el momento. Las últimas evidencias sobre la inflación siguen sin ser plenamente tranquilizadoras; las del empleo, por el contrario, han disminuido, en tanto que las métricas de crecimiento indican que la economía sigue

Recuadro 1.1.2-a (continuación) Actualización de política monetaria



siendo resiliente. Además, al canalizar estas y otras variables a través de la regla de Taylor, sugieren que el rango actual de tipos es apropiado y plenamente coincidente con el estado actual del ciclo económico (véase la Gráfica B).

Asimismo, es pertinente señalar que la mecánica de decisión de tipos por parte de la Reserva Federal es fluida y se encuentra sometida a una incertidumbre adicional, tanto a corto plazo, por los efectos inmediatos de estas políticas (migratorias, regulatorias, fiscales y comerciales), como a largo plazo, por la incorporación de supuestos teóricos a los modelos que son determinantes en el tipo de interés terminal. En este sentido, y dado el inicio reciente de la administración de Donald Trump, aún conviene guardar cautela hasta que se perfilen mejor los lineamientos de política que seguirán y sus efectos inmediatos.

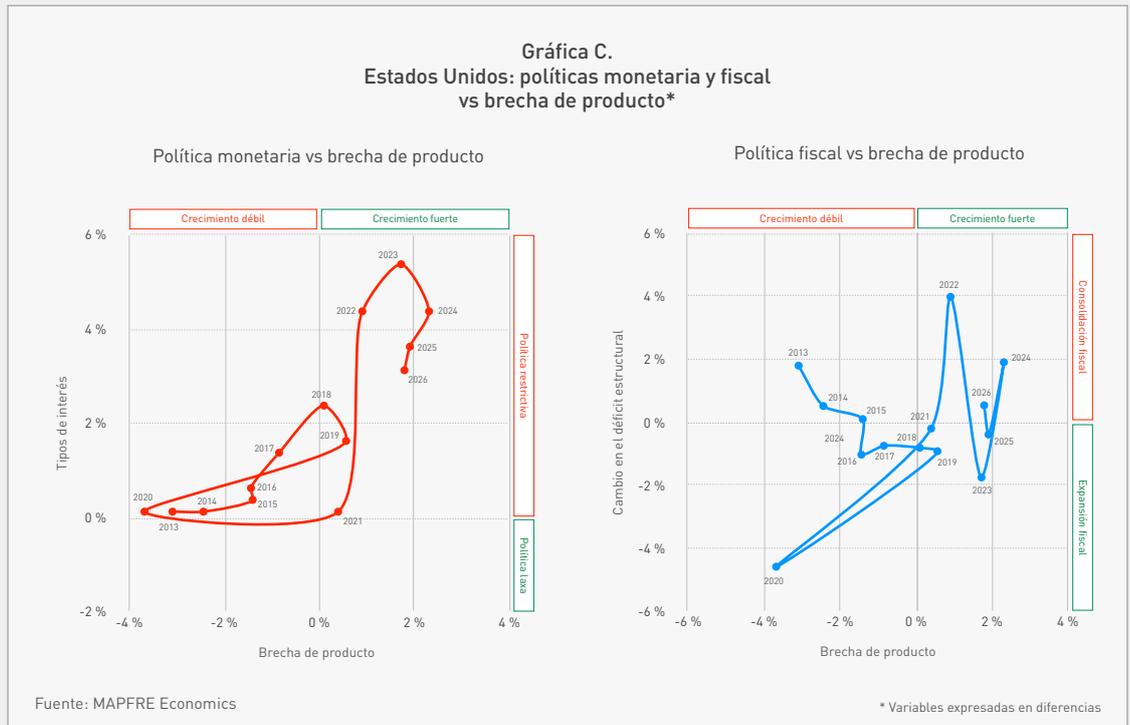
Momento cíclico

La Gráfica C muestra el sesgo monetario que desde la pandemia ha ido reajustándose a medida que las presiones inflacionarias crecían y la brecha del producto se acortaba. En cuanto al

cambio de sesgo, este llegó en el tercer trimestre de 2024 y le han sucedido dos bajadas de 25 pbs en los dos últimos meses del año, respectivamente. Este cambio se ha sostenido por las expectativas de inflación más controlada (2,5% en 2025 y 2,0% en 2026), una brecha del producto en torno al 2,0%, y el cierre de la brecha con el tipo de interés dictaminado por la regla de Taylor desde 2023 tras un ciclo monetario históricamente acelerado y agresivo.

En lo referente a la política fiscal, se espera un aumento del déficit público en 2025 respecto al acontecido en 2024. Este nivel de déficit público, que aunque se estima no llegará a la situación postpandemia del Covid-19, se deriva de la intención de la administración Trump de reducir impuestos (y compensarlos con el aumento de aranceles a productos que ingresen a Estados Unidos), del riesgo latente del aumento de los costos asociados a la deuda pública y del poco margen de maniobra para la reducción de gastos del gobierno federal. En este sentido, será necesario tener muy en cuenta su desarrollo, no solo por la congruencia necesaria que derivará tras el cambio de sesgo monetario, sino por sus implicaciones en los mercados financieros.

Recuadro 1.1.2-a (continuación)
Actualización de política monetaria



De esta forma, tanto las medidas de balance como de bajada de tipos de interés han servido para volver a una política monetaria más neutral y tener margen de maniobra ante los efectos de la expansión fiscal. En este sentido, y a la espera de las nuevas previsiones económicas en la próxima reunión a mediados de marzo (que ya incluirían los efectos de las primeras medidas de la nueva administración Trump), la Reserva Federal permanece paciente y modificará su política monetaria a la par del desempeño de los indicadores económicos.

Banco Central Europeo

En su reunión enero, el Banco Central Europeo (BCE) anunció un nuevo recorte de los tipos de interés de 25 puntos básicos (pbs), situando el rango en 3,15% para el marginal de crédito, 2,90% el principal de financiación y 2,75% la facilidad de depósito. En cuanto al balance, no se proporcionó una guía adicional a la presentada en diciembre, cuando se interrumpieron las reinversiones en el marco del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP) y tuvo lugar el vencimiento de la última

TLTRO (Targeted Long-Term Refinancing Operations). Este drenaje deja el papel de la liquidez del sistema en manos de la facilidad de crédito semanal (MRO) y, en última instancia, en la marginal (MLF), acotadas con anterioridad como corredor de acceso. Sin embargo, el todavía exceso de reservas continúa dejando en un segundo plano estas herramientas y mantiene el peso sobre el tipo interbancario (€STR), dinámica que ha provocado que se aproxime al tipo de depósito (DFR), pero que podría cambiar próximamente, bien por la propia continuación de la reducción de balance o por posibles eventos de tensión en la liquidez.

En la declaración del consejo de gobierno del BCE, se expuso una prolongación de la visión de diciembre pasado, expresando las preocupaciones por el estancamiento económico (con particular énfasis en Alemania y Francia, y el desempeño del PMI del sector manufacturero aún en contracción) y reafirmando su compromiso por alcanzar el objetivo principal de estabilidad de precios, aunque destacó que se encuentra bien encaminado (véanse las Gráficas D y E). Sin embargo, y como muestran las alzas en

Recuadro 1.1.2-a (continuación)
Actualización de política monetaria

las expectativas de inflación, todavía se mantiene cautela, al menos hasta despejar las incógnitas sobre las importaciones de energía, la evolución salarial y los riesgos arancelarios. Mirando hacia adelante, la narrativa allana el camino para continuar flexibilizando la política monetaria en el futuro, pero expone riesgos a la baja, tanto para descontar un camino menos prometedor, como para defender la necesidad de mantener cierta cautela. El apoyo a la decisión fue unánime, aunque, como se mostró en la rueda de prensa posterior, comenzará a abordarse en el futuro próximo apoyándose en nuevas proyecciones, indicativo de que el tipo de interés terminal no es un valor todavía determinado.

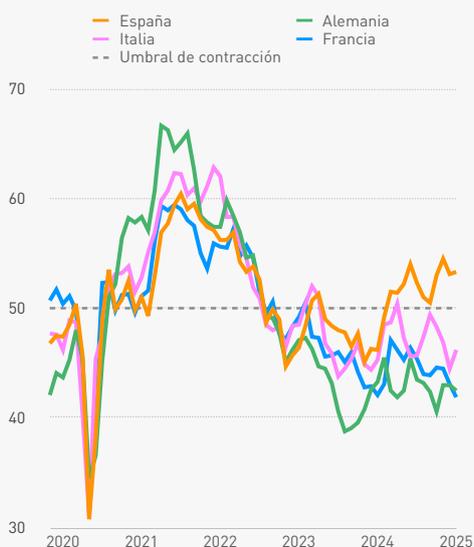
Valoración

Desde la última actualización de previsiones macroeconómicas y el consecuente recorte de tipos de interés, el crecimiento de la Eurozona ha seguido siendo lento, la senda de inflación errática (expuesta de nuevo a la volatilidad de los

precios de la energía), la vulnerabilidad fiscal latente (tanto por las próximas elecciones como por la falta de presupuestos) y el entorno geopolítico más complejo (los aranceles y un nuevo entorno de comercio global ya forman parte del escenario base). En consecuencia, la postura del BCE puede ir perdiendo algo de consenso y encontrar ciertos límites entre los miembros del consejo de gobierno a medida que se aproximen al rango neutral. Es decir, que aunque la hoja de ruta se mantiene encima de la mesa, hay señales menos convincentes de que pueda mantenerse intacta en el futuro.

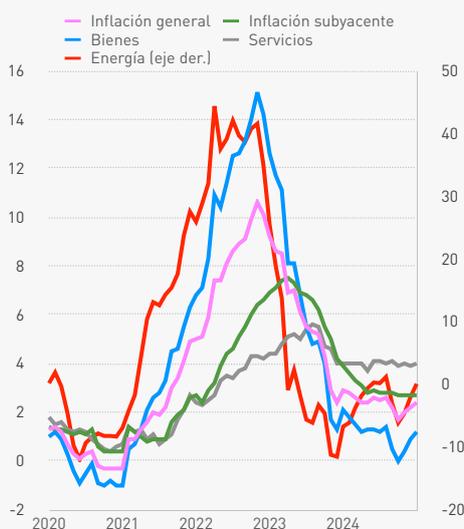
Asimismo, las incertidumbres en el entorno son altas, motivo suficiente como para mantener la cautela activada y, paralelamente, acelerar la discusión interna sobre el marco en torno al cual descansa el tipo de interés neutral. Este enfoque requiere de un análisis no tan dependiente de los datos actuales y más fundamentado en las hipótesis futuras; es decir, se trata de un tipo modal o un punto de equilibrio a largo plazo que

Gráfica D.
Eurozona: PMIs manufactureros



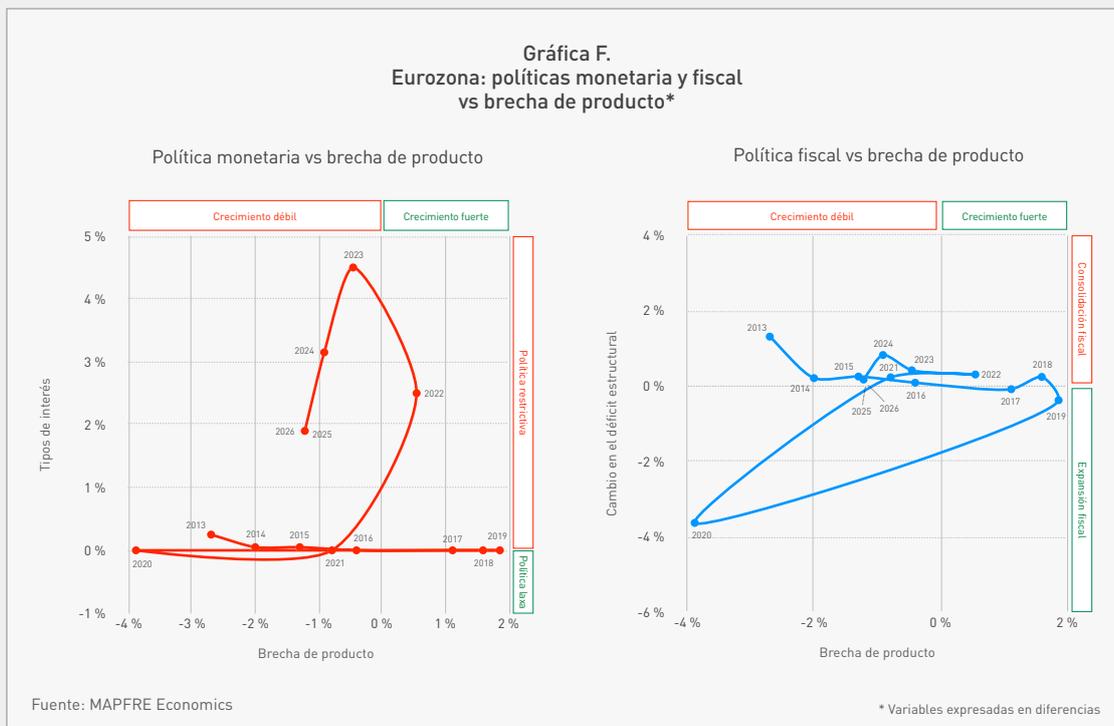
Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Gráfica E.
Eurozona: inflación por componentes



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

Recuadro 1.1.2-a (continuación)
Actualización de política monetaria



sea tan alto como para no estimular la inflación, pero tampoco tan bajo como para desincentivar la demanda. De esta forma, y dado que el objetivo principal del BCE es la estabilidad de precios, es previsible que la cautela seguirá presente, al menos hasta confirmar que el rango apropiado ha sido ampliamente consensuado.

En el seno de esa discusión emerge una doble divergencia como determinante secular para calcular este tipo de interés terminal. Por un lado, el crecimiento potencial parece estar instalándose en una senda de crecimiento más bajo, en respuesta a la limitada capacidad competitiva que radica en el corazón industrial, lo que inclina el debate hacia tipos de interés más bajos. Además, esto se ajusta y es coherente con la interpretación de una inflación interna estructuralmente más débil, que también justifica tipos de interés más bajos. Sin embargo, esta relación responde a factores globales que fundamentan cada vez más “tipos competitivos” o altos. Por tanto, al igual que la producción afronta retos existenciales, también la inflación importada está ligada a factores exógenos que ejercen pre-

sión. Con todo esto, el horizonte secular sigue visualizando un panorama compuesto por un crecimiento potencial limitado, una inflación interna baja y una inflación externa menos controlable, al menos desde los mandos del banco central.

Momento cíclico

En la Gráfica F se ilustra cómo la política monetaria restrictiva del BCE se activó en 2021 ante la imposibilidad de mantener el tipo de refinanciación en 0,0%, dada la creciente inflación cimentada en el componente energético y agravada por la invasión rusa a Ucrania. En este sentido, dada la modificación del sesgo monetario en septiembre de 2024, se justifica por el cambio hacia una política expansiva que ayude a cerrar la brecha del producto negativa. Por otra parte, la brecha respecto al tipo de interés de Taylor se encontró cercana a cero al finalizar 2024 y se espera que permanezca en ese nivel en los siguientes dos años.

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

Por otro lado, en 2024, la política fiscal europea se centró en la recuperación económica y la sostenibilidad fiscal, incidiendo específicamente en la reducción de déficits y deudas públicas. La Unión Europea implementó nuevas reglas fiscales a finales de 2023 para proporcionar mayor flexibilidad y adaptabilidad a los Estados miembros, permitiendo ajustes según las condiciones económicas específicas de cada país, aunque con un mismo objetivo último: un déficit inferior al 3% del PIB y una deuda inferior al 60% del PIB. En este sentido, preocupa el desequilibrio presupuestario de Italia y Francia (este último con un déficit fiscal previsto del 6% en 2024, siendo el más alto de la Unión Europea), que junto con Alemania (cuyo déficit es inferior al

3%, pero su contracción se debe a motivos estructurales) son las tres principales economías de la zona euro.

Ante este panorama, la política monetaria europea también ha mostrado una tendencia hacia la neutralidad, que le dan un margen de maniobra ante las evidentes limitaciones de la política fiscal por el endeudamiento y la necesidad de cumplir con las reglas fiscales. Por ello, y a falta de mayor claridad del nuevo entorno geopolítico externo, el BCE permanece en cautela hasta la publicación de nuevos indicadores económicos que tengan en cuenta este entorno.

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

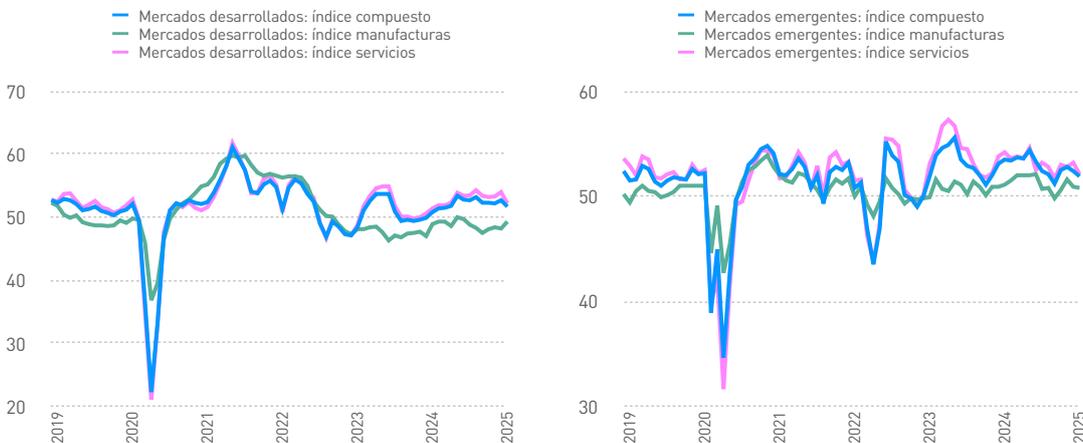
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

busto. Cabe destacar que el gasto en el marco del programa NextGenerationEU continuará teniendo un impacto positivo y podría ser suficiente para compensar una moderación del déficit público.

Respecto a los mercados emergentes, se mantiene un enfoque prudencial ante un contexto exterior lleno de incertidumbres y que

bien podría justificar una ligera desaceleración en el futuro. No obstante, la magnitud de esta sería diversa y dependería de factores tanto internos como externos, además de la forma en la que las autoridades de cada país respondan a los desafíos en el horizonte (véanse las Gráficas 1.1.2-d, 1.1.2-e y 1.1.2-f). En general, la tolerancia fiscal seguirá encorsetada por la fortaleza del dólar, por el tono más moderado

**Gráfica 1.1.2-d
Global: PMIs mercados avanzados y mercados emergentes**



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Bloomberg)

Recuadro 1.1.2-b Volatilidad cambiaria emergente y ERI

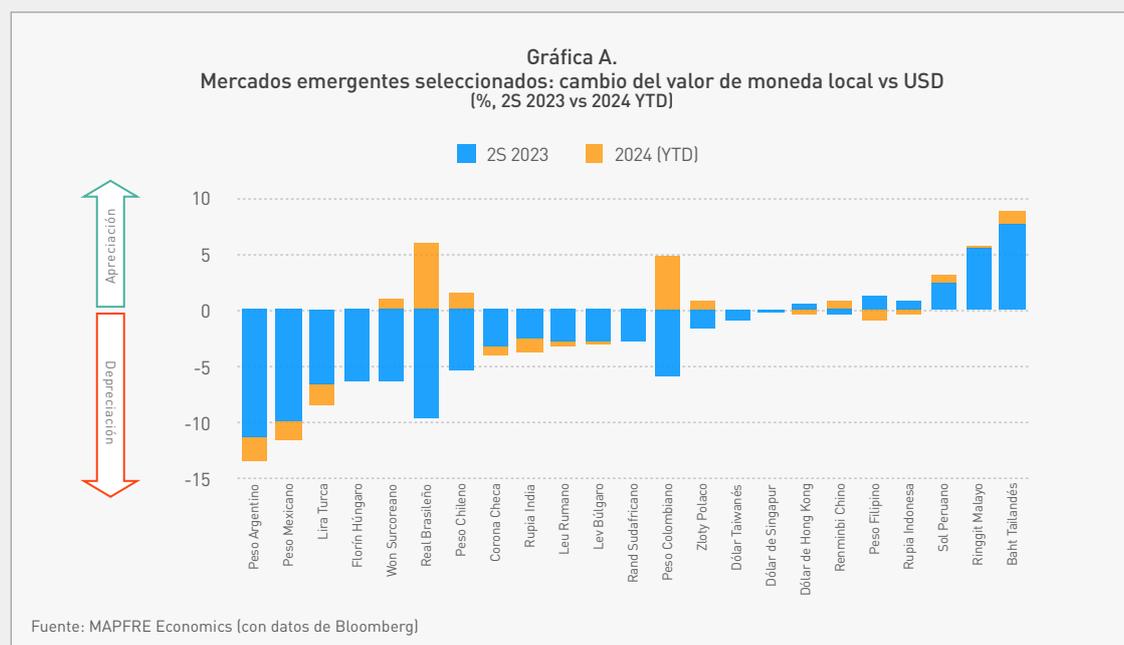
Volatilidad cambiaria emergente

El debilitamiento del comercio global y la fortaleza del dólar durante 2024, junto con un menor apetito por el riesgo debido a la disponibilidad de rendimientos reales positivos en mercados desarrollados, sugieren que los flujos hacia los mercados emergentes serán más selectivos en el futuro, además de que la vulnerabilidad revelada en *shocks* anteriores ha aumentado la cautela de los inversores en torno a estas economías. En cuanto a la política monetaria, aunque algunos países emergentes han comenzado a flexibilizar sus condiciones financieras, esta transición es aún incipiente y marcada por la prudencia, ya que persisten riesgos inflacionarios, y los mercados desarrollados han mostrado reticencia a reducir sus tipos de interés a corto plazo para mantener la credibilidad monetaria. Esto limita el margen de maniobra de los bancos centrales en varias economías emergentes, especialmente en aquellas con menor espacio fiscal.

Un vistazo a la Gráfica A permite ver cómo las monedas emergentes latinoamericanas se han depreciado en la segunda mitad de 2024, con la salvedad de Perú que se ha beneficiado de los altos precios del cobre en 2024 que representan

aproximadamente el 30% de sus exportaciones. Al respecto, también es destacable la regularización del peso argentino que, pese a seguir depreciándose, lo ha hecho a un ritmo mucho menor que en semestres anteriores. En el mismo periodo, las monedas asiáticas han tendido a apreciarse o mantenerse sin apenas variaciones en sus respectivos tipos de cambio, con la excepción de Corea del Sur e India. Con relación a las economías de Europa del Este, pese a que la tendencia es a depreciarse ligeramente, Hungría y Turquía lo hacen más abruptamente; por un lado, por el mal desempeño del banco central de Hungría, junto a los rezagos del efecto geopolítico por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania y, por el otro, por el ineficiente desempeño de las políticas fiscales y monetarias en Turquía para controlar la alta inflación, explican principalmente estos casos.

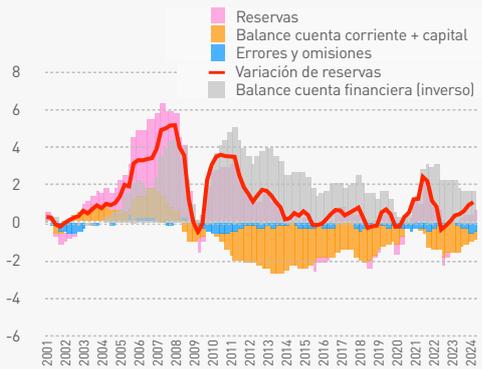
En líneas generales, el primer mes de 2025 no ha ocasionado mayores cambios en las monedas emergentes, ya que se espera que los efectos de la administración Trump, en especial la imposición de aranceles, se vean todavía más adelante, pero se puede prevenir que habrá una apreciación del dólar al menos en el corto plazo. A nivel particular, sin embargo, destacan los casos de Brasil y Colombia; la mayor confianza en el desempeño del banco central brasileño tras el



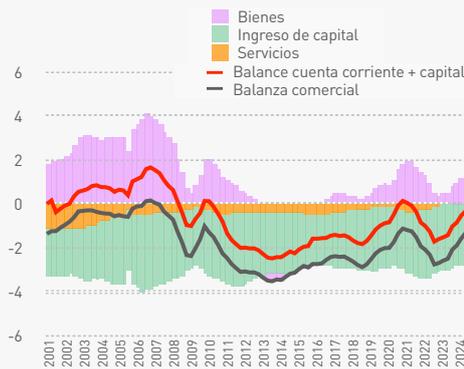
Recuadro 1.1.2-b (continuación)
Volatilidad cambiaria emergente y ERI

Gráfica B.
Promedio de mercados emergentes: indicadores de estructura de balanza de pagos

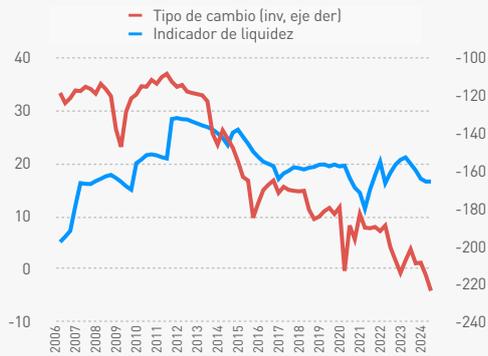
BALANZA DE PAGOS PROMEDIO DE LOS PAÍSES EMERGENTES (% PIB)



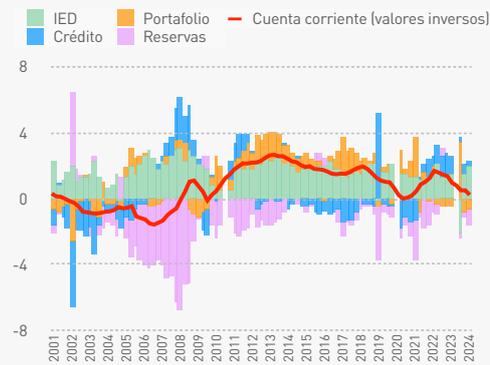
BALANZA COMERCIAL Y DE CAPITALES (% PIB)



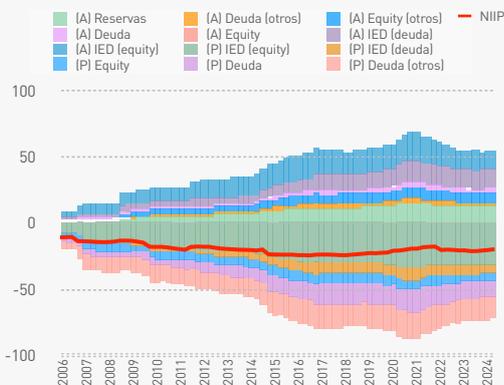
INDICADOR DE RIESGO DE LIQUEZ
 (Reservas + Exportaciones / Pasivos (ST))



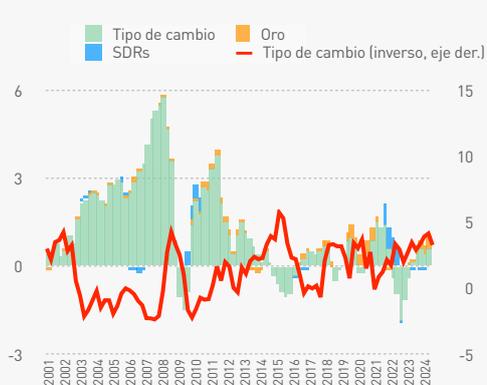
COMPOSICIÓN DE LA CUENTA FINANCIERA Y LA CUENTA CORRIENTE (% PIB)



NIIP (% PIB)



VARIACIÓN DE RESERVAS (% PIB) VS. TIPO DE CAMBIO



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Haver)

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

Recuadro 1.1.2-b (continuación) Volatilidad cambiaria emergente y ERI

continuo ciclo de subidas desde mayo de 2024 (siendo la última en enero 2025), y el mantenimiento del grado de inversión colombiano por parte de Standard & Poors reflejan, respectivamente, esta apreciación destacada.

Respecto al déficit de cuenta corriente, como se ilustra en la Gráfica B, la media de los países emergentes partía desde cero antes de la pandemia del Covid-19, pero se ha elevado hasta alcanzar el 1,6% a finales de 2022; desde entonces se ha venido reduciendo hasta ese nivel prepandémico en el segundo trimestre de 2024. Este hecho se ha producido fundamentalmente por el paulatino retroceso del déficit en la cuenta de rentas primarias y el mayor impulso del superávit comercial desde el primer trimestre de 2023. En promedio, los mercados emergentes han acumulado reservas sin aumentar pasivos desde 2023, lo que mantuvo contenido el riesgo de liquidez. Por otro lado, el tipo de cambio se apreció únicamente hasta mediados de 2023 y, desde entonces, ha seguido una tendencia de depreciación hasta la fecha ante el fortalecimiento del dólar, debido a los indicios de cambio de sesgo en la política monetaria (finalmente realizado en septiembre de 2024) y la mayor aversión al riesgo al considerarlo como un activo seguro.

Índice de Riesgo Emergente (ERI)

Para evaluar el entorno de riesgos y vulnerabilidad de los mercados emergentes, MAPFRE Economics propuso en 2018 el indicador ERI (Índice de Riesgo Emergente) para evaluar *ex-ante* y *ex-post* las fuentes de riesgo (véase la Tabla A); indicador que cubre aspectos diversos de la situación económica y financiera de los mercados estudiados y pretende servir como alerta temprana y previa al EMBI (Emerging Markets Bond Index).

Argentina

En 2023, Argentina se enfrentó a una severa sequía y tensiones externas que afectaron a su economía, aumentando el déficit fiscal y la inflación hasta el 211% interanual. El nuevo gobierno implementó medidas de ajuste, como

una devaluación del tipo de cambio y la reducción de subsidios, logrando así un superávit financiero del 0,4% del PIB en el primer semestre de 2024. Además, alcanzó acuerdos con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y mejoró la balanza comercial gracias al sector agrícola y la explotación petrolífera de Vaca Muerta. A pesar de eso, la economía decreció en torno al -2,3% en 2024 y persisten riesgos asociados al pago de deuda.

México

El crecimiento de México fue del 3,3% en 2023, con una economía impulsada por la demanda interna y el *nearshoring*, pero cuya dinámica se ha venido debilitando para lograr un crecimiento en 2024 que se estima en torno al 1,5%. El déficit fiscal y la deuda pública aumentaron, mientras que el tipo de cambio y las remesas jugaron un papel clave en su estabilidad. Las exportaciones disminuyeron su atractivo por la apreciación del peso, y riesgos fiscales como los asociados a PEMEX y los comerciales en su vinculación con la economía de los Estados Unidos evidencian desafíos para la sostenibilidad a largo plazo.

Brasil

Brasil creció un 3,2% en 2023 y 2024, impulsado por exportaciones y políticas sociales que fortalecieron el consumo interno. Aunque la inflación disminuyó, el déficit fiscal aumentó, y sectores como el manufacturero y la inversión se enfrentan a desafíos importantes. En 2024, el ERI mejora, pero el menor dinamismo exportador, el cambio climático y las presiones inflacionarias destacan como riesgos que podrían debilitar su economía.

Colombia

Colombia logró avances en la reducción de su déficit fiscal y de cuenta corriente, mientras que la inversión extranjera y las reservas internacionales aumentaron. Sin embargo, la deuda pública sigue siendo alta y la inflación elevada, lo que requiere medidas cautelosas. La mejora en sectores clave permitió un crecimiento económico del 0,6% y 1,8%, en 2023 y 2024,

Recuadro 1.1.2-b (continuación)
Volatilidad cambiaria emergente y ERI

Tabla A.
Mercados seleccionados: estimación del Índice de Riesgo Emergente (ERI)

	Umbrales		Mercados emergentes									
	Emergentes	Desarrollados	Argentina	Brasil	China	Colombia	Filipinas	Indonesia	México	Perú	Rusia*	Turquia
Crecimiento PIB potencial 2030	3	1,5										
Inflación potencial	10	2										
EMBI	8%											
CDS	20%	10%										
CA (% PIB)	1	1									n.d.	
NIP (% PIB)	-40	-40										
Deuda externa CB CP (% PIB)	4%	4%										
Deuda externa CB LP (% PIB)	1%	1%										
Deuda externa gubernamental CP (% PIB)	2%	2%										
Deuda externa gubernamental LP (% PIB)	34%	34%										
Deuda externa corporativa CP (% PIB)	8%	8%										
Deuda externa corporativa LP (% PIB)	27%	27%										
Deuda externa bancos CP (% PIB)	12%	12%										
Deuda externa bancos LP (% PIB)	12%	12%										
Deuda externa Total (% PIB)	30%	30%										
Deuda externa Total CP (% PIB)	6%	6%										
Deuda externa Total LP (% PIB)	24%	24%										
Crédito total sector no financiero	20	90										
Crédito a gobierno	20	90										
Crédito a hogares	20	90										
Crédito a corporaciones no financieras	20	90										
Crédito al sector privado no financiero	20	90										
Apalancamiento	10	8										
Crecimiento PIB (moneda local nominal)	3	1,5										
NPL	7	7										
CPI	3	1,5										
CB Rate (tipo de interés de referencia)	6	3										
Masa monetaria / Reservas	3	6										
Deuda externa / Exportaciones	1	3										
ERI 2024			84,44	38,16	60,41	33,03	14,34	19,21	22,41	9,87	25,76	57,77
ERI 2023			85,96	33,75	60,47	40,72	11,11	23,55	24,74	16,16	27,63	61,07
Variación vs 2023			-1,3	4,4	-0,1	-7,7	3,2	-4,3	-2,3	-6,3	-0,9	-3,3



Fuente: MAPFRE Economics (estimaciones a partir de datos de OEF, Haver, FMI, BIS, Bloomberg y Banco Mundial)

* Rusia: CDS equivalente no disponible.

Rusia: en 2022 fue excluida del índice EMBI por parte de JP Morgan.

Rusia: datos de deuda externa a 2023

Rusia: alguna serie han sido continuadas con datos del Banco Central de Rusia

Recuadro 1.1.2-b (continuación)
Volatilidad cambiaria emergente

así como recuperar la estabilidad financiera, aunque persisten desafíos estructurales.

Perú

Perú mejoró su actividad económica tras la recesión de 2023 (-0,4%), con tres trimestres consecutivos de crecimiento en 2024, gracias a la demanda interna y la disminución de la inflación, con lo que el crecimiento estimado para el año podría situarse en torno al 3,1%. Las reservas internacionales aumentaron y la balanza comercial se mantuvo con superávit. No obstante, su dependencia de los precios internacionales y el crecimiento del déficit fiscal representan desafíos importantes para mantener esta senda de recuperación.

Turquía

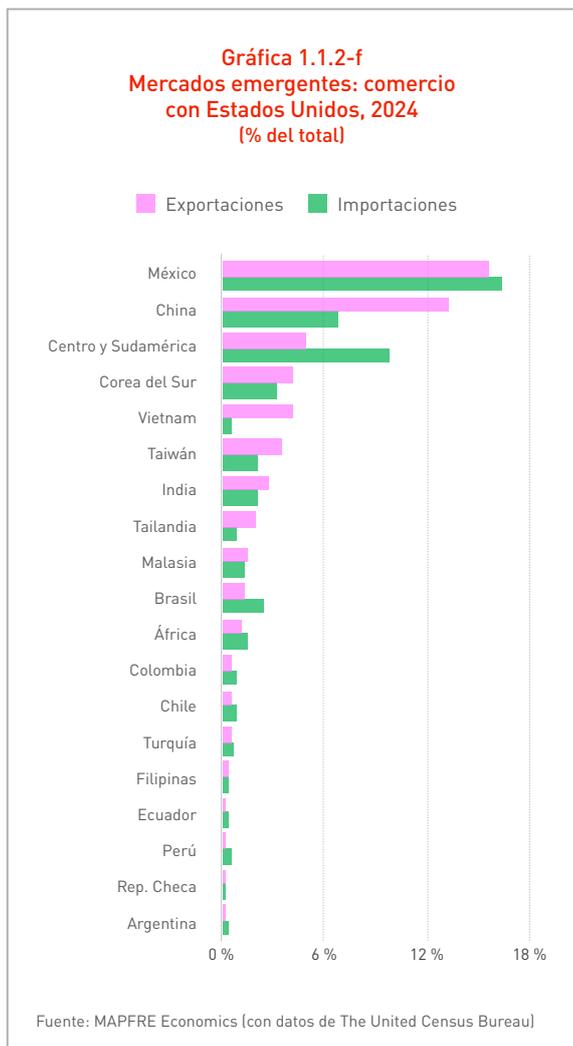
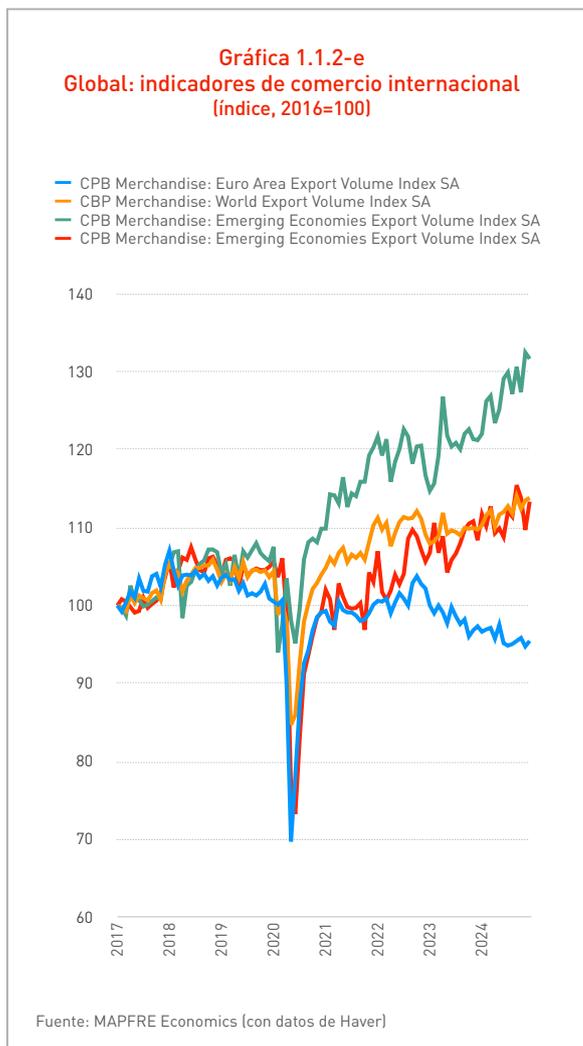
Turquía mostró mejoría en sus indicadores de riesgo gracias a políticas económicas prudentes, aunque sigue enfrentándose a desequilibrios macroeconómicos. La inflación y la actividad se han moderado, pero con unas tasas de interés elevadas que limitan el crecimiento a largo plazo, el cual se desaceleró del 5,1% en 2023 al 2,7% en 2024. En el sector exterior, el déficit por cuenta corriente mejora levemente, apoyado en el turismo y menores costos energéticos, aunque persisten vulnerabilidades por la deuda externa. Esa mejoría permitió un aumento en la calificación crediticia del país.

de la política monetaria de la Reserva Federal, por un ciclo de moderación de la inflación más estancando, y por una política monetaria reflexivamente más prudente y sensible a los movimientos en las divisas y en los flujos de capital (véase el Recuadro 1.1.2-b).

América Latina se encontrará expuesta en los próximos años a una serie de cuestiones clave, y de manera particular en su relación con los Estados Unidos, lo que puede incrementar la vulnerabilidad de la región en su conjunto y de las economías mayormente integradas a la economía estadounidense, como es el caso de México. La suposición de un desempeño positivo pero mixto sigue siendo la línea del escenario base, con la imposición de aranceles como componente limitado y el mantenimiento de cierta influencia favorable del proceso de *nearshoring*. Sin embargo, este escenario estará sujeto a una elevada volatilidad, ya que puede verse sensiblemente afectado por decisiones sobre las cuentas externas, eventos de *risk off* o por discrepancias más subjetivas relacionadas con el posicionamiento ideológico y que podría entrar en conflicto con las retóricas de la nueva administración de los Estados Unidos. La debilidad generalizada de los tipos de cambio latinoamericanos desde finales del

año pasado, más concretamente desde el resultado de las elecciones estadounidenses, puede suponer un condicionante adicional para que la inflación se vuelva más rígida y, por tanto, para respaldar una política monetaria más conservadora.

Para Asia, se prevé que el ritmo de crecimiento económico siga siendo constante. Además, los vientos en contra por las tensiones comerciales probablemente seguirán concentrándose en China, lo que podría llevar a ganancias para la exportación y la inversión a otros países de la región. Buena parte de los países de la región continúan gozando de unas tasas de inflación más equilibradas, lo que permite a los bancos centrales seguir reduciendo los tipos de interés y apuntalar un consumo interno que sigue expandiéndose a tasas saludables. En China, por el contrario, las principales incógnitas continúan sin despejarse. Internamente, la economía sigue inmersa en un proceso de desaceleración y presiones deflacionarias que siguen sin encontrar una respuesta contundente por parte de las autoridades. Si bien el gobierno chino ha lanzado múltiples paquetes de estímulo, podrían no ser suficientes para cumplir con los objetivos a medio y largo plazo, ni para justificar un cambio de tendencia tanto



en la confianza del consumidor como en el mercado inmobiliario. La segunda clave viene por parte de los futuros desafíos en materia de aranceles y en la consecuente respuesta a los mismos, dudas que se espera vayan tomando forma a medida que avance el año. Por lo tanto, se mantiene la hipótesis de una desaceleración secular, pero que podría evidenciarse más precaria si no llevan a cabo medidas contracíclicas convincentes o si la tensión comercial escala de nivel.

En resumen, el escenario base 2025 se presenta como un año equilibrado en crecimiento y con una dinámica de inflación que continuará enviando señales de mejora, lo que apoya la percepción de que los tipos de interés seguirán bajando en gran parte del globo hacia la neutralidad. Sin embargo, no se puede ignorar que el mundo también atraviesa un momento en el que las condiciones económicas son cambiantes y la incertidumbre extremadamente elevada; en-

torno que podría implicar la posibilidad de un cambio de régimen en el que las nuevas piezas no tengan por qué encajar con las tendencias históricas.

1.1.3 Escenarios y previsiones

Escenario base

En el *escenario base* previsto en este informe, el crecimiento económico global ve mejorada las perspectivas económicas en 2025 y 2026 en una décima en cada caso, con tasas de crecimiento del 3,1% y 3,0%, respectivamente, lo que muestra que queda todavía incompleta la vuelta hacia recuperar el ritmo potencial. Esta leve mejora descansa en las contribuciones marginalmente más positivas de ciertas economías desarrolladas, como la Eurozona, aunque el impulso principal sigue proviniendo de la expansión de las economías emergentes, y más

concretamente en Asia, que mantiene el liderazgo en la contribución a pesar de la debilidad manifiesta de China. Por lo que respecta a la inflación, se mantienen la visión de una dinámica descendente en 2025, pero seguirá superando los objetivos propuestos a corto plazo, promediando un 3,5%. De cara a 2026, se anticipa un horizonte de control más extendido de la inflación global, con un 3,0%, el cual acompañado del mejor tono de la actividad económica, permite visualizar un panorama menos estancionario que en el pasado. En clave de política monetaria, se prevé una transición hacia políticas neutrales de forma mayoritaria y progresiva, pero algo menos ordenada que en el pasado, donde la sincronización de ciclos lo permitía y la coordinación era un factor evidente.

Escenario estresado

Por otra parte, el *escenario estresado* (escenario alternativo) sigue mostrando un panorama dominado por primas de riesgo geopolíticas que se trasladan a través de los distintos canales a la inflación. En concreto, el origen del *shock* se mantiene en las materias primas energéticas, con el petróleo en cuotas de los 100 USD/barril durante dos trimestres consecutivos y estable en el rango de 90 USD/barril durante todo 2025. En este escenario, el efecto en los precios globales se eleva en casi medio punto porcentual durante el conjunto de 2025 y 2026, mientras que la erosión de la actividad económica en 2025 y 2026 sería de dos décimas menos de crecimiento respecto al escenario base (2,9% y 2,8%, respectivamente). Para 2026, se presenta un empeoramiento agregado de medio punto en términos globales, al arrastrar parte de los efectos rezagados de una política monetaria más estricta. Las condiciones financieras contienen un aumento de la tensión delimitado en 1,5 desviaciones estándar y una respuesta de activos de riesgo similar a ejercicios anteriores, donde la corrección media se sitúa en el 15% para la renta variable global y la ampliación de diferenciales en 150 puntos básicos, activándose un *flight to quality* que favorece los activos de seguros y de calidad. En cuanto a los aranceles, se ha previsto un aumento de 5 puntos porcentuales en la tasa arancelaria efectiva general de Estados Unidos en 2025, lo que elevaría los aranceles promedio del 2-3% al 7-8%. Se espera que este aumento refleje un aumento de los aranceles

estadounidenses sobre China de 10-15%, así como una respuesta a las "no reciprocidades" en los niveles arancelarios, es decir, productos para los que un país determinado cobra un arancel más alto que Estados Unidos. Además, también se considera que se impongan otros aranceles *ad hoc* a bienes y socios comerciales.

1.1.4 Balance de riesgos de corto plazo

Respecto al balance de riesgos de corto plazo, a continuación, se presenta el conjunto de aspectos que podrían afectar el desempeño de la economía global en 2025, los cuales se ilustran en el mapa de riesgos de la Gráfica 1.1.4.

Riesgo financiero y deuda global

Los altos niveles de deuda pública y privada siguen siendo uno de los principales riesgos para la estabilidad financiera global. Actualmente, la deuda mundial supera el 256% del PIB global, con un incremento tanto en economías avanzadas como en mercados emergentes. Esta situación se ve agravada por el reciente aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales a largo plazo, lo que ha llevado a un encarecimiento en el servicio de la deuda para muchos países.

En Estados Unidos, el rendimiento del bono a 10 años ha superado recientemente el 4,5%, un nivel no visto en más de una década. Esto significa que el gobierno tendrá que refinanciar parte de su deuda existente a tipos de interés más altos, aumentando significativamente los costos anuales del servicio de la deuda. Este escenario pone mayor presión sobre el déficit fiscal, que ya ronda el 7% del PIB. Aunque este nivel de déficit es alarmante, la nueva administración ha dejado en claro que no planea aumentar impuestos directos a los contribuyentes. En su lugar, ha propuesto generar ingresos adicionales a través de la imposición de tarifas arancelarias a las importaciones. En Europa, aunque la deuda pública promedio ha mostrado cierta reducción desde los niveles alcanzados durante la pandemia, el aumento de los rendimientos también está afectando los costos de financiación de los gobiernos. Países con altos niveles de deuda, como Italia y Grecia, enfrentan un riesgo creciente de tensiones fiscales, especialmente si los mercados comienzan a exigir mayores primas de riesgo por la

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



Fuente: MAPFRE Economics

compra de su deuda soberana. Por otro lado, los mercados emergentes están enfrentando dificultades adicionales, ya que gran parte de su deuda está denominada en dólares estadounidenses. La combinación de un dólar fuerte y mayores tipos de interés globales está generando mayores costos de servicio de la deuda, particularmente en países como Turquía y Argentina, que ya enfrentan problemas estructurales en sus finanzas públicas.

En resumen, el aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales a largo plazo está ejerciendo presión tanto en economías avanzadas como en emergentes. La necesidad de consolidación fiscal y estrategias más robustas de gestión de deuda será clave para mitigar los riesgos. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el nivel mundial de deuda pública apunta a que excederá los 100 billones de dólares en 2024 y seguirá aumentando a medio plazo. Para estabilizar la deuda será necesario realizar ajustes fiscales mucho mayores que los previstos, por lo que el FMI considera que ahora es el momento de reponer las reservas fiscales y cualquier retraso será costoso. Reponer las reservas fiscales de una manera positiva para el crecimiento y reforzar la gobernanza fiscal son acciones fundamentales para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y la estabilidad financiera.

Guerra de aranceles y proteccionismo

La implementación de una nueva política proteccionista por parte de Estados Unidos podría

desencadenar una guerra arancelaria de proporciones significativas. Esta política, al imponer tarifas a las importaciones, busca proteger las industrias nacionales frente a la competencia extranjera. Sin embargo, los países afectados por estos aranceles seguramente responderían con medidas similares, lo que resultaría en una escalada de tensiones comerciales. A corto plazo, dicha guerra arancelaria provocaría un aumento en los precios de muchos productos, ya que las tarifas se trasladarían a los consumidores. Además, la disponibilidad de ciertos bienes podría verse seriamente afectada, generando escasez en algunos sectores. Este cierre de las economías hacia sí mismas interrumpiría las cadenas de suministro globales y restringiría el acceso a productos importados esenciales.

Si bien la intención detrás de estas políticas es revitalizar las industrias nacionales, la movilización de estas industrias tiene un coste elevado y no produce resultados inmediatos. La globalización y la desindustrialización en Norteamérica y Europa han sido procesos que se han desarrollado a lo largo de varias décadas, y revertirlos no es tarea sencilla ni rápida. Es materialmente imposible restaurar la base industrial en un periodo de cuatro años sin enfrentar numerosos desafíos.

Inflación

Se han logrado avances significativos en la reducción de la inflación global, con la mayoría de las economías avanzadas mostrando descensos sostenidos en los índices de precios du-

rante 2024. No obstante, el objetivo del 2%, fijado por muchos bancos centrales está resultando más difícil de alcanzar de lo anticipado. Los datos recientes indican un ligero repunte en la inflación en algunas regiones, lo que genera preocupaciones sobre la persistencia de las presiones inflacionarias. Este rebote se explica, en buena medida, por la resistencia de los mercados laborales que permanecen fuertes y con tasas de desempleo cercanas a mínimos históricos. Asimismo, esta fortaleza está otorgando a los trabajadores mayor capacidad de negociación salarial, lo que alimenta efectos de segunda ronda, como el incremento de los costos laborales para las empresas. Sin una recesión significativa que enfríe la actividad económica, la dinámica de salarios y precios sigue siendo difícil de contener.

En este entorno, los bancos centrales enfrentan el desafío de mantener políticas monetarias restrictivas sin asfixiar el crecimiento económico, mientras evalúan cuidadosamente los riesgos de prolongar estas condiciones. Este contexto destaca la complejidad de las condiciones económicas actuales, donde la inflación parece haberse arraigado en ciertos sectores, complicando la senda hacia una estabilidad de precios duradera.

Política monetaria y estabilidad financiera

Los bancos centrales de los países del G7 han iniciado un ciclo de reducción de tipos de interés, impulsados por los avances en el control de la inflación. Sin embargo, de cara a 2025, es probable que el ritmo de estas bajadas se desacelere debido a la fortaleza de los mercados laborales y el riesgo de un repunte inflacionario. Una inflación más persistente, junto con el incremento de los rendimientos de los bonos gubernamentales, aumentan el riesgo de que tanto los gobiernos como el sector privado deban refinanciar sus deudas a tipos de interés más elevados, lo que podría derivar en problemas de estabilidad financiera. De igual forma, el aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales provoca minusvalías no realizadas en muchas carteras en todo el sistema financiero, lo que puede ser un riesgo para la estabilidad financiera. Cabe señalar que este fenómeno no está limitado a Estados Unidos y Japón, sino que se extiende a otros mercados de bonos.

Entorno geopolítico

El panorama geopolítico global ha mostrado ciertos avances, aunque mantiene un estado de latente incertidumbre. En el conflicto Israel-Gaza, se ha logrado un alto el fuego. Este acuerdo, representa un alivio para la región, aunque la paz sigue siendo frágil debido a la desconfianza mutua y a los desafíos estructurales subyacentes. En el conflicto en Ucrania, la nueva administración de los Estados Unidos ha intensificado la presión sobre ambas partes, instando tanto a Ucrania como a Rusia a sentarse en la mesa de negociaciones. Esta estrategia refleja un cambio en la política estadounidense, que busca equilibrar su apoyo a Ucrania con la necesidad de reducir los riesgos geopolíticos y económicos. Además, Estados Unidos está utilizando su influencia en Arabia Saudí para que esta aumente la producción de petróleo, con el objetivo de reducir los precios del crudo. Esta medida busca aliviar las presiones inflacionarias globales y estimular el crecimiento económico, especialmente en un contexto donde las economías avanzadas y emergentes están luchando contra las secuelas de políticas monetarias restrictivas.

Riesgo inmobiliario-financiero en China

El sector inmobiliario chino sigue enfrentando desafíos significativos. Las ventas de viviendas nuevas han disminuido y los precios de las propiedades siguen a la baja. Algunos observadores del mercado esperan que las ventas caigan un 12% en 2025, con una disminución notable en los precios de las viviendas. Las dificultades en el sector inmobiliario chino pueden afectar tanto a la economía nacional como, en alguna medida, a la estabilidad financiera global. Estas tensiones en el mercado inmobiliario incrementan el riesgo de incumplimiento de deuda entre las empresas promotoras, lo que podría repercutir en el sistema bancario debido a la exposición significativa de las instituciones financieras al sector. Además, la desaceleración económica de China se ve agravada por la disminución de las exportaciones hacia Estados Unidos, influenciada por políticas arancelarias y una demanda externa debilitada. Esta combinación de factores podría limitar el crecimiento económico chino y aumentar las tensiones financieras internas. En resumen, la interconexión entre el debilitamiento del sector inmobiliario y la reducción de las exportaciones plantea ries-

gos considerables para la estabilidad económica y financiera de China, con posibles implicaciones potenciales a nivel global.

Mercados energéticos

Los mercados energéticos globales han experimentado volatilidad en los últimos meses. Tras los máximos históricos de precios en 2022, los costos de los combustibles fósiles han disminuido, aunque persisten tensiones y fluctuaciones significativas. Aunque las presiones inmediatas de la crisis energética global han disminuido, los mercados siguen siendo frágiles y el riesgo de nuevas perturbaciones permanece latente. Factores geopolíticos, como la prolongación del conflicto en Ucrania y las tensiones en Oriente Medio, añaden incertidumbre al suministro energético.

En el ámbito de las energías renovables, se observa un crecimiento significativo. La inversión en energías limpias ha aumentado un 40% desde 2020, impulsada por la energía solar fotovoltaica y los vehículos eléctricos. La reciente volatilidad en los precios del gas en Europa, que se sitúan en torno a 46,7 euros/MWh, refleja una competencia internacional por asegurar el suministro de cara al invierno. Esta situación podría generar nuevas presiones inflacionistas y desafíos para los bancos centrales.

Mercados inmobiliarios

En los mercados desarrollados, el sector residencial ha mostrado resiliencia, con incrementos notables en los precios de la vivienda. En España, provincias como Málaga han experimentado un aumento interanual del 13,3% en 2024, impulsado por una demanda sostenida y una oferta limitada. No obstante, el sector inmobiliario comercial y de oficinas enfrenta desafíos significativos, tanto en Estados Unidos como en Europa. La pandemia aceleró tendencias como el teletrabajo, reduciendo la demanda de espacios de oficina y aumentando las tasas de vacancia. Además, el aumento de los rendimientos de los bonos gubernamentales ha encarecido los costos de financiación inmobiliaria, lo que puede afectar negativamente la valoración de los inmuebles y aumentar el riesgo de inestabilidad financiera. Este entorno plantea riesgos para la estabilidad financiera, ya que la depreciación de los activos inmobiliarios podría afectar a las instituciones financieras

expuestas al sector. Así, será esencial que los inversores y reguladores monitoricen de cerca estas dinámicas para mitigar posibles impactos en el sistema financiero global.

Riesgos de la IA

La inteligencia artificial (IA) representa una herramienta con un enorme potencial para el crecimiento económico global, pero también introduce riesgos significativos para la estabilidad financiera y social. Por un lado, su capacidad para optimizar procesos, mejorar la productividad y reducir costos en múltiples sectores podría generar un impacto positivo sustancial en el crecimiento económico. Tecnologías como el aprendizaje automático ya están transformando áreas como la logística, la salud, y el comercio, al tiempo que facilitan avances en la transición hacia economías más sostenibles. Sin embargo, los riesgos asociados al uso de la IA no pueden ignorarse. En los mercados financieros, el uso de algoritmos de *trading* automático ha generado preocupación por su capacidad de amplificar la volatilidad en periodos de estrés. Estos algoritmos, diseñados para ejecutar transacciones en fracciones de segundo, pueden desencadenar reacciones en cadena que agravan caídas de los mercados, como ya ocurrió en eventos como el "*flash crash*" de 2010. Así, la falta de supervisión y transparencia en la programación de estos algoritmos podría intensificar estos riesgos, especialmente si interactúan con otros factores de inestabilidad económica.

Otro desafío clave es la concentración del poder de la IA en pocas empresas tecnológicas líderes, lo que puede limitar la competencia y aumentar los riesgos de abuso de mercado. Adicionalmente, la IA también plantea dilemas éticos, como el sesgo en los algoritmos, la pérdida de empleos por automatización y el posible uso malintencionado en ciberataques. Por último, la falta de marcos regulatorios claros y coherentes para la IA incrementa la incertidumbre sobre sus impactos futuros. Aunque los reguladores están trabajando en nuevas normativas, el ritmo acelerado de desarrollo tecnológico está superando las capacidades de supervisión actuales, dejando a los sistemas financieros y sociales expuestos a riesgos imprevistos. En este contexto, es crucial encontrar un equilibrio entre aprovechar las oportunidades de la IA y mitigar sus riesgos, con un

enfoque en una gobernanza robusta, mayor transparencia y medidas preventivas contra su mal uso.

Riesgo climático y catástrofes naturales

En 2024, las pérdidas económicas globales derivadas de desastres naturales alcanzaron los 368 mil millones de dólares, superando en un 14% el promedio del siglo XXI. Este impacto estuvo impulsado principalmente por ciclones tropicales, tormentas convectivas severas e inundaciones. El evento más devastador fue el huracán Helene, con daños estimados en 75 mil millones de dólares, destacando el riesgo de inundaciones costeras y tierra adentro. En este marco, las pérdidas aseguradas a nivel global sumaron 145 mil millones de dólares, el sexto año más costoso en la historia para la industria del seguro, con el 78% de dichas pérdidas concentradas en Estados Unidos. Sin embargo, la brecha de protección sigue siendo significativa, con el 60% de los daños totales no cubiertos por seguros, lo que afecta la capacidad de recuperación en muchas regiones.

El cambio climático continúa amplificando la severidad de los eventos meteorológicos extremos. En 2024, las temperaturas globales alcanzaron un aumento sin precedentes de 1,55°C por encima de los niveles preindustriales, el año más cálido registrado hasta ahora. Este aumento ha intensificado fenómenos como olas de calor, ciclones e inundaciones, confirmando la necesidad urgente de profundizar las medidas de adaptación.

1.2 Perspectivas y balance de riesgos en economías seleccionadas

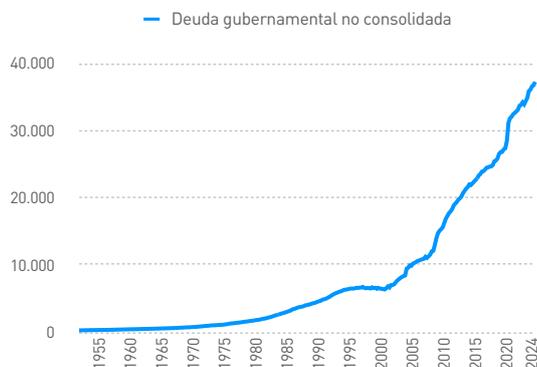
1.2.1 Estados Unidos

Economía con inercia positiva; déficit fiscal y deuda piden moderación del gasto público.

La economía de Estados Unidos creció a un ritmo anual del 2,5% (a/a) (o 2,3% t/t anualizado) en el cuarto trimestre de 2024. Este crecimiento fue impulsado principalmente por el aumento del gasto de los consumidores (3,2% a/a), inversiones (1,7%), exportaciones (2,9% a/a) y el gasto del gobierno federal (3,1% a/a). El índice de gestores de compras (PMI) compuesto subió a 52,4 puntos en enero, señalando una expansión robusta en el sector privado; el PMI manufacturero, por su parte, se situó en 51,2 puntos, volviendo a la expansión, mientras que el de servicios aumentó a 52,8 puntos. La confianza del consumidor de la *Conference Board*, bajó 8 puntos, a 104,7 en diciembre, mientras que la producción industrial está en ligera contracción desde hace unos meses (-0,9% en noviembre). En este contexto, se prevé un crecimiento del PIB estadounidense del 2,5% para 2025 y del 2,0% para 2026 (véanse la Tabla 1.2.1 y las Gráficas 1.2.1-c y 1.2.1-d).

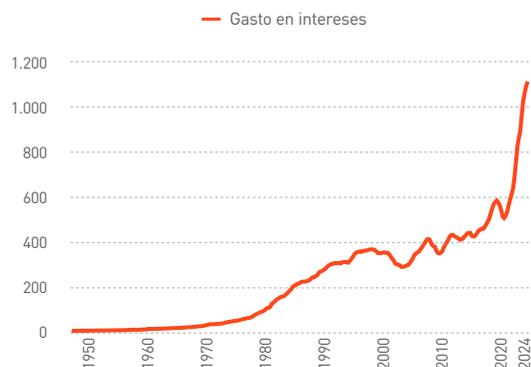
La inflación general, por su parte, que se situó en 2,9% en diciembre, se volvió a acelerar en enero, hasta el 3%. La subyacente se sitúa en 3,3%, dejando inquietos a los mercados ante la expectativa de que haya menos bajadas de tipos

Gráfica 1.2.1-a
Estados Unidos: deuda no consolidada del gobierno (millardos de USD)



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

Gráfica 1.2.1-b
Estados Unidos: gasto en intereses de la deuda del Gobierno Federal (millardos de USD)



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

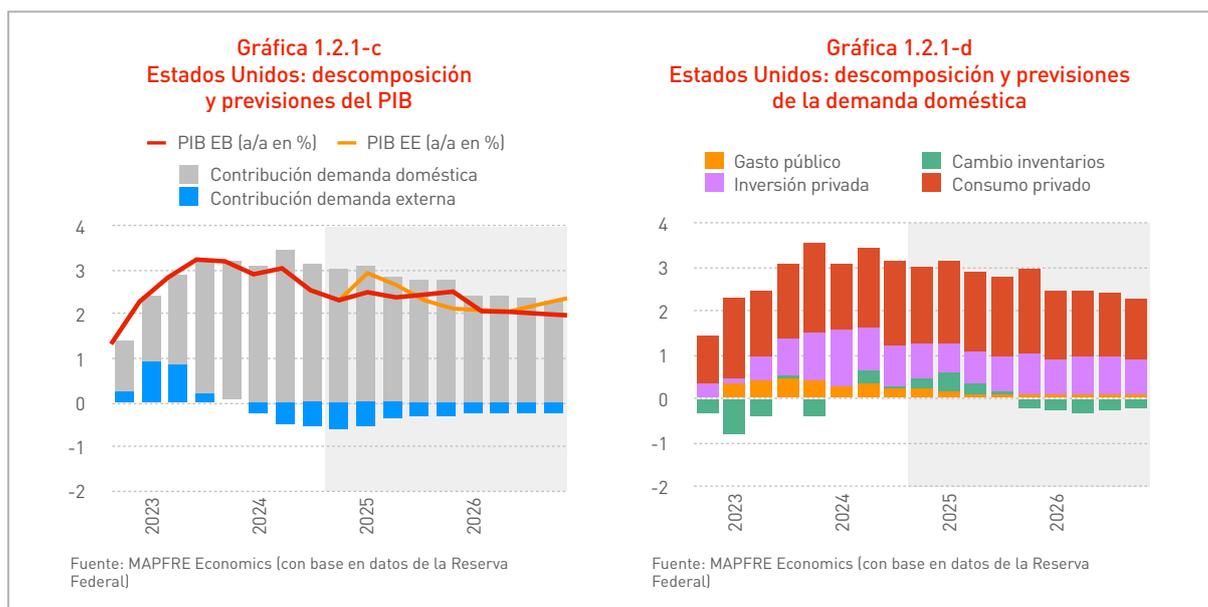


Tabla 1.2.1
Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-2,2	6,1	2,5	2,9	2,8	2,5	2,0	2,5	2,2
Contribución de la demanda doméstica	-2,0	7,3	2,9	2,4	3,2	3,0	2,4	2,8	2,2
Contribución de la demanda externa	-0,2	-1,3	-0,5	0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	0,1
Contribución del consumo privado	-1,7	5,9	2,1	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,3
Contribución de la inversión total	-0,2	1,2	0,4	0,7	1,0	0,8	0,8	0,7	0,9
Contribución del gasto público	0,4	0,1	-0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	-2,5	8,8	3,0	2,5	2,7	2,5	2,6	2,3	1,9
Gasto público (% a/a)	3,0	0,4	-1,1	2,9	2,4	1,4	1,1	1,4	1,1
Inversión total (% a/a)	-0,8	5,4	2,0	3,2	4,5	3,5	4,5	3,4	3,9
Exportaciones (% a/a)	-13,1	6,5	7,5	2,8	3,4	3,7	2,5	3,5	1,4
Importaciones (% a/a)	-9,0	14,7	8,6	-1,2	5,5	5,6	3,7	5,5	2,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,7	4,2	3,6	3,7	4,3	4,2	4,2	4,3	4,2
Inflación (% a/a, media)	1,2	4,7	8,0	4,1	3,0	2,9	2,6	3,0	3,2
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,2	6,8	7,1	3,2	2,5	3,0	2,6	2,9	3,3
Balance fiscal (% PIB)	-14,9	-11,8	-4,0	-7,5	-7,4	-7,5	-7,8	-7,5	-7,9
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,8	-3,7	-3,9	-3,3	-3,8	-3,6	-3,5	-3,5	-3,3
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	3,50	2,75	3,50	3,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,24	0,21	4,77	5,59	4,57	3,69	3,00	4,07	4,08
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,93	1,52	3,88	3,88	3,78	3,72	3,71	5,52	5,43
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)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,10	1,12	1,12	1,04	1,05
Crédito privado (% a/a, media)	6,4	15,5	-1,8	5,3	8,7	6,7	6,5	6,6	4,9
Crédito familias (% a/a, media)	3,4	8,0	7,5	3,7	3,2	6,0	6,7	5,5	6,0
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	8,5	4,3	10,6	3,1	3,0	4,8	4,5	5,1	4,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	6,7	4,9	9,8	5,5	-0,2	1,4	1,6	2,6	2,8
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	15,1	11,1	3,0	4,7	5,2	5,1	5,3	4,4	5,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de la Reserva Federal)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025.

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

Estados Unidos

- **Actividad económica con un ritmo sorprendente empujado por un déficit fiscal del 7%.**
- **La política fiscal expansiva ha conseguido que la economía siga fuerte.**
- **La corrección del déficit y la trayectoria de la deuda son los desafíos para los próximos años.**
- **Se estima un crecimiento económico del 2,5% en 2025 y del 2,0% en 2026.**

de interés por parte de la Reserva Federal. Asimismo, la inflación medida por el Índice de Precios de Gastos de Consumo Personal (PCE) de diciembre se quedó en el 2,6%. En la reunión de enero de la Reserva Federal, el Comité Federal de Mercado Abierto decidió dejar sin tocar el tipo de interés de referencia, situándolo en un rango objetivo de 4,25%-4,50%. Además, la Reserva Federal ha continuado con la reducción de su balance, disminuyendo sus tenencias de bonos del Tesoro y valores respaldados por hipotecas. También ha mantenido activas las líneas de liquidez, como el Programa de Financiamiento a Plazo para Bancos (BTFP), para asegurar la estabilidad del sistema financiero.

Los principales riesgos que pueden afectar negativamente a la economía estadounidense en el corto plazo incluyen un repunte de la inflación que lleve al aumento de los tipos de interés y el coste de la financiación gubernamental. El déficit fiscal cerró 2024 en 6,9% del PIB y,

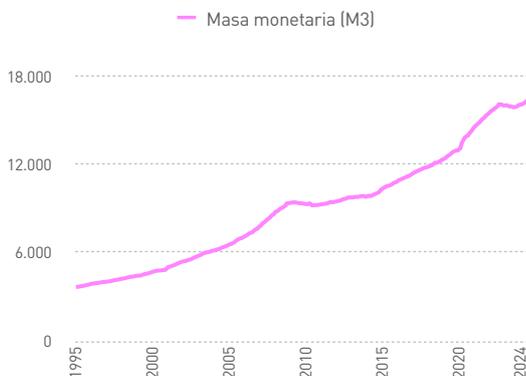
en 2025, se espera que se quede en 6,5%, según la oficina de presupuestos del Congreso. La trayectoria fiscal que parece insostenible podría estar detrás de los recientes repuntes de las rentabilidades de la deuda, aunque la Reserva Federal esté bajando los tipos de intervención. Por otra parte, la nueva administración gubernamental en los Estados Unidos ha anunciado que avanzará en la imposición de aranceles a México, Canadá y China, lo que podría conducir a una guerra comercial, o bien a conseguir concesiones por parte de los países afectados. Desde una perspectiva interna, aunque negativos para la eficiencia de medio y largo plazo en la economía, los aranceles pueden incentivar políticas que impulsen el crecimiento económico en el corto plazo, así como otras políticas planteadas por la nueva administración como la reactivación de la inversión en petróleo y gas, la reducción de impuestos a las empresas, y la reducción de regulaciones.

1.2.2 Eurozona

Bajo crecimiento en la región refleja la atonía de sus principales economías.

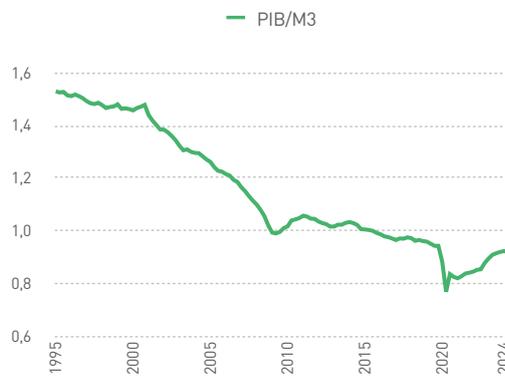
La economía de la Eurozona experimentó un crecimiento del 0,9% a/a y del 0,1% t/t en el último trimestre de 2024, según los datos preliminares que estarán sujetos a revisión. Esto confirma la debilidad en el crecimiento del agregado de la Eurozona, con Alemania, Francia e Italia con un escaso dinamismo. En cuanto

Gráfica 1.2.2-a
Eurozona: masa monetaria M3
(millardos de euros)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE y Haver)

Gráfica 1.2.2-b
Eurozona: velocidad de circulación del dinero
(PIB/M3)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del BCE y Haver)

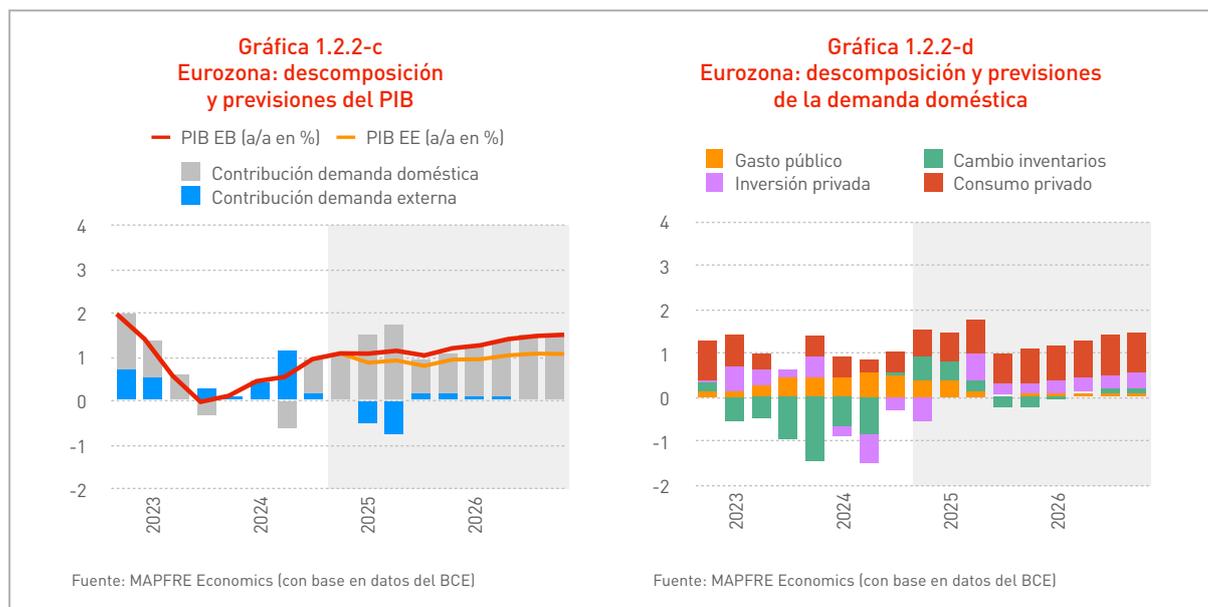


Tabla 1.2.2
Eurozona: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)	
PIB (% a/a)	-6,2	6,3	3,6	0,5	0,8	1,1	1,4	0,9	1,0	
Contribución de la demanda doméstica	-5,5	4,9	3,7	0,3	0,3	1,2	1,3	1,2	1,1	
Contribución de la demanda externa	-0,6	1,4	-0,1	0,2	0,4	-0,2	0,1	-0,2	0,0	
Contribución del consumo privado	-4,2	2,4	2,5	0,4	0,5	0,7	0,9	0,7	0,7	
Contribución de la inversión total	-1,3	0,8	0,5	0,4	-0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	
Contribución del gasto público	0,3	1,0	0,2	0,3	0,5	0,2	0,1	0,2	0,1	
Consumo privado (% a/a)	-7,9	4,7	4,9	0,7	0,9	1,4	1,7	1,4	1,6	
Gasto público (% a/a)	1,2	4,3	1,1	1,6	2,2	0,7	0,4	0,7	0,4	
Inversión total (% a/a)	-6,0	3,7	2,2	1,8	-2,0	1,4	1,6	1,4	1,2	
Exportaciones (% a/a)	-9,1	11,4	7,5	-0,5	0,9	0,7	1,8	0,7	1,6	
Importaciones (% a/a)	-8,5	8,9	8,5	-1,2	-0,1	1,3	1,9	1,3	1,7	
Tasa de paro (% , último trimestre)	8,3	7,1	6,7	6,5	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	
Inflación (% a/a, media)	0,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,3	1,7	2,5	2,0	
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,3	4,6	10,0	2,7	2,2	2,3	1,7	2,5	2,0	
Balance fiscal (% PIB)	-7,0	-5,1	-3,5	-3,6	-3,0	-3,0	-2,5	-3,0	-2,6	
Balance fiscal primario (% PIB)	-5,5	-3,7	-1,8	-1,8	-1,2	-1,0	-0,5	-1,0	-0,5	
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,8	2,5	0,0	1,7	2,8	2,3	2,5	2,3	2,4	
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	1,75	2,00	2,00	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,77	1,81	1,77	1,77	
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,19	0,32	3,39	2,79	3,00	3,30	3,27	3,19	3,17	
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,05	1,06	1,04	1,05	
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)	2,5	4,0	4,4	1,4	0,9	3,7	4,7	3,8	4,6	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,1	4,1	6,3	2,5	1,5	3,6	3,5	3,6	3,4	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-4,0	0,8	9,1	1,0	3,9	1,4	1,9	1,3	1,9	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	19,4	17,3	13,6	14,1	15,5	15,3	14,8	15,3	14,8	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BCE)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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

Eurozona

- La transmisión de las condiciones financieras ha sido fuerte y ha frenado la demanda.
- El Plan de Recuperación y Resiliencia ha sido clave para evitar un mayor deterioro.
- La inflación se ha moderado, pero está por ver el tramo final hasta alcanzar el objetivo del BCE.
- Se prevé que el PIB de la Eurozona crezca 1,1% en 2025 y 1,4% en 2026.

a las componentes, con datos al tercer trimestre de 2024, el consumo creció un 1,0% a/a, las exportaciones un 1,4% a/a, y el consumo público un 2,5% a/a, mientras que las importaciones aumentaron un 1,2% a/a. El PMI compuesto subió a 50,2 puntos en enero, el manufacturero se situó en 46,6, indicando la continuación de contracción en el sector industrial, mientras que el de servicios se estabilizó en 51,4 puntos. La confianza del consumidor, medida por la Comisión Europea, se situó en -14,2 en enero, en tanto que las ventas al por menor aumentaron un 1,2%, y la producción industrial cayó un -1,9% en noviembre. En este contexto, se estima que la economía de la Eurozona crezca un 1,1% en 2025 y que acelere al 1,4% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.2 y las Gráficas 1.2.2-c y 1.2.2-d).

En cuanto a la inflación, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó un 2,5% en enero, repuntando una décima y mostrando que el tramo final de convergencia hacia el 2% puede ser más difícil de lo inicialmente esperado. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye los precios volátiles de alimentos y energía, subió un 2,7% anual. En la última reunión, el Banco Central Europeo (BCE) decidió bajar los tipos de interés en 25 puntos básicos, situando la tasa de depósito en 2,75% y la tasa de las operaciones principales de financiación en 2,90%. Los programas de compras de activos APP y PEPP continuarán disminuyendo a un ritmo mesurado y predecible, dado que han dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

La economía de la Eurozona enfrenta varios riesgos en el corto plazo: la desaceleración industrial, los costos energéticos más altos y la deslocalización de empresas fuera de la Unión

Europea por motivos fiscales o de coste de la mano de obra. Además, la preocupación por los niveles de deuda soberana en los países de la Eurozona ha aumentado, como se refleja en la reciente subida en la rentabilidad de los bonos. Según el informe de estabilidad financiera del BCE, las vulnerabilidades del mercado financiero, como las altas valoraciones y la concentración de riesgos, siguen siendo significativas, lo que hace más probable que se produzcan episodios de volatilidad.

Para abordar estos desafíos, el informe Draghi, *The future of European Competitiveness* sugiere tres áreas principales de acción para reavivar el crecimiento: cerrar la brecha de innovación, implementar un plan conjunto de descarbonización y competitividad. La falta de coordinación en las políticas industriales y la fragmentación del mercado único son barreras que impiden que Europa aproveche al máximo sus fortalezas. Además, los aranceles que pretende introducir la nueva administración estadounidense podrían llevar a renegociar los tratados comerciales entre la Unión Europea y los Estados Unidos, lo que añade una capa adicional de incertidumbre y riesgo para la economía europea.

1.2.3 España

La economía española sigue destacando en el contexto de la Eurozona.

En el cuarto trimestre de 2024, la economía española creció un 3,5% a/a, un 0,8% t/t, mostrando una fortaleza que contrasta con los mayores países de la Eurozona, que presentan una falta de dinamismo económico. El consumo privado aumentó un 3,7%, mientras que el consumo público creció un 4,9% y la inversión un 3,6%. Por su parte, las exportaciones crecieron

España

- Consumo privado y exportaciones robustas.
- La actividad económica ha resistido bien el periodo de endurecimiento financiero.
- La inflación comienza a mostrar cierta resistencia a bajar más.
- La previsión de crecimiento para la economía española se sitúa en el 2,4% para 2025 y en el 1,7% para 2026.

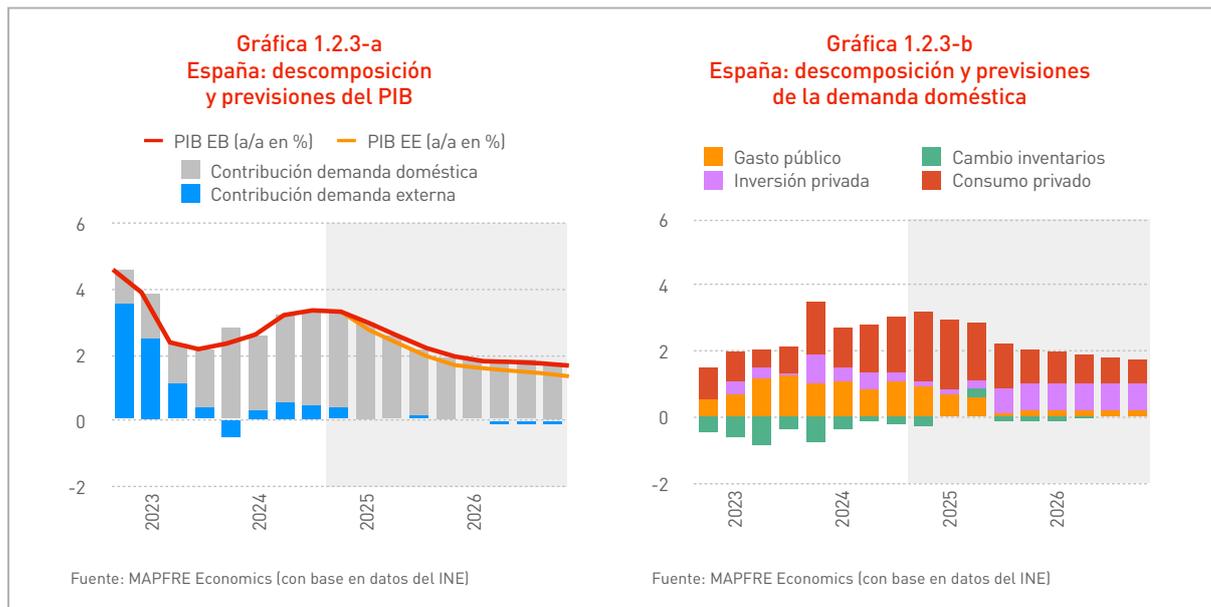
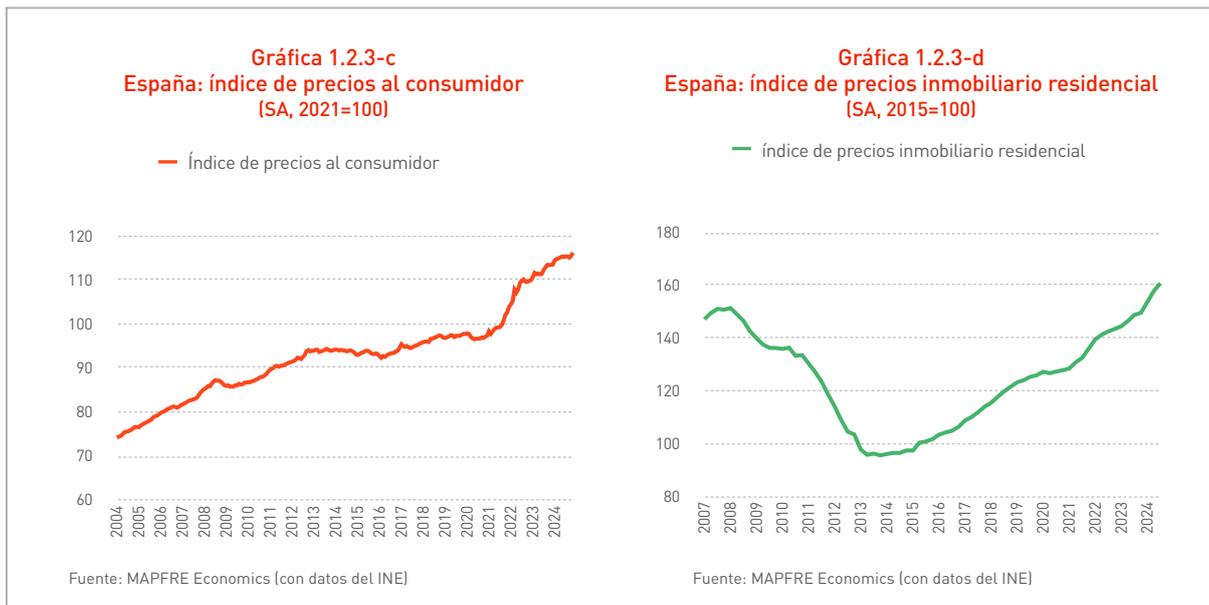


Tabla 1.2.3
España: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
PIB (% a/a)	-10,9	6,7	6,2	2,7	3,1	2,4	1,7	2,2	1,5
Contribución de la demanda doméstica	-8,7	6,9	4,0	1,8	2,7	2,4	1,8	2,2	1,6
Contribución de la demanda externa	-2,2	-0,3	2,2	0,9	0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Contribución del consumo privado	-6,9	4,0	2,7	1,0	1,6	1,6	0,9	1,4	0,8
Contribución de la inversión total	-1,8	0,5	0,6	0,4	0,3	0,5	0,8	0,5	0,7
Contribución del gasto público	0,7	0,8	0,1	1,0	1,0	0,4	0,2	0,4	0,2
Consumo privado (% a/a)	-12,1	7,1	4,8	1,8	2,9	2,9	1,6	2,9	1,4
Gasto público (% a/a)	3,5	3,6	0,6	5,2	4,7	1,9	0,8	1,9	0,8
Inversión total (% a/a)	-8,9	2,6	3,3	2,1	1,7	2,4	4,3	2,4	3,9
Exportaciones (% a/a)	-20,1	13,4	14,3	2,8	2,8	1,9	1,9	1,9	1,7
Importaciones (% a/a)	-15,2	15,0	7,7	0,3	1,8	2,1	2,4	2,1	2,2
Tasa de paro (% último trimestre)	16,1	13,4	13,0	11,8	11,3	11,2	11,1	11,2	11,2
Inflación (% a/a, media)	-0,3	3,1	8,4	3,5	2,8	2,5	1,9	2,6	2,1
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,7	5,8	6,6	3,3	2,3	2,7	1,9	2,9	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-9,9	-6,7	-4,6	-3,5	-3,3	-3,2	-3,1	-3,2	-3,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-7,6	-4,4	-2,2	-1,1	-0,9	-0,6	-0,5	-0,7	-0,6
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,8	0,8	0,3	2,7	3,4	3,0	2,9	3,0	2,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	1,75	2,00	2,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,77	1,81	1,77	1,77
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,06	0,60	3,66	3,00	3,07	3,51	3,55	3,41	3,46
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,05	1,06	1,04	1,05
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)	-1,0	0,1	0,6	-2,1	-1,4	3,1	3,2	3,1	3,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	1,8	3,9	1,9	-3,5	1,2	4,1	4,1	4,0	3,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	11,0	-0,1	-11,9	-3,2	-1,6	2,6	3,4	2,5	3,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	17,8	14,3	9,0	12,0	13,8	12,6	10,8	12,6	10,7

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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



un 3,0% y las importaciones aumentaron un 3,4%. Los últimos datos del PMI compuesto de enero lo sitúan en 54,0 puntos, el manufacturero bajó a 50,9 y el de servicios subió a 54,9 puntos. Las ventas minoristas crecieron un 4,0% en diciembre, mientras que la producción industrial decrece un -3,4% interanual en noviembre. La confianza del consumidor, mejora en 1 punto porcentual en noviembre, en una senda de recuperación desde 2022, pero aún se sitúa en terreno negativo, en 80,6 puntos. Conforme a lo anterior, se prevé que la economía española crezca en el entorno del 2,4% en 2025 y del 1,7% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.3 y las Gráficas 1.2.3-a y 1.2.3-b).

Por otra parte, la inflación en España, en enero de 2025, fue del 3,0% a/a, con la subyacente en el 2,4%. Por componentes (en diciembre), alimentación, transporte y energía crecieron un 1,8%, 0,6% y +14,6% respectivamente. La economía española ha demostrado una notable resiliencia ante la desaceleración europea, los costes energéticos altos y las condiciones financieras que, hasta hace unos meses, eran estrictas. El buen desempeño de las exportaciones de servicios (entrada de 93,8 millones de turistas en 2024, con un incremento del 10,1%) y el consumo (sólido comparado con otros países de la Unión Europea) han sido los principales impulsores del crecimiento reciente. Hay que tener en cuenta que el crédito al consumo creció a un ritmo anual del 6,9% en 2024. El desempeño económico y del mercado laboral, junto con la reducción de la deuda, han ayudado al sector privado a amortiguar el im-

pacto del aumento de los tipos de interés, aunque persisten focos de vulnerabilidad. La incertidumbre en torno a las perspectivas es moderada, con los riesgos más a la baja para el crecimiento (por contagio de otros países europeos en exportaciones) y más al alza para la inflación (por aumento del coste de alojamiento, por crecimiento del crédito y la indexación de salarios).

1.2.4 Alemania

La economía alemana encadena seis trimestres de contracción.

La economía alemana se contrajo un -0,2% (a/a) y un -0,2% (t/t) en el cuarto trimestre de 2024, encadenando seis trimestres de crecimientos interanuales negativos. El desglose del último trimestre del año todavía no está disponible, pero en el tercer trimestre el consumo privado aumentó un 0,3% (a/a), el consumo público

Alemania

- La producción industrial en Alemania está en declive desde 2017.
- La imposición de tarifas por parte de Estados Unidos es causa de incertidumbre para 2025.
- Se estima que la economía alemana crezca solo un 0,3% en 2025, para alcanzar un mayor dinamismo en 2026 con un crecimiento del 1,1%.

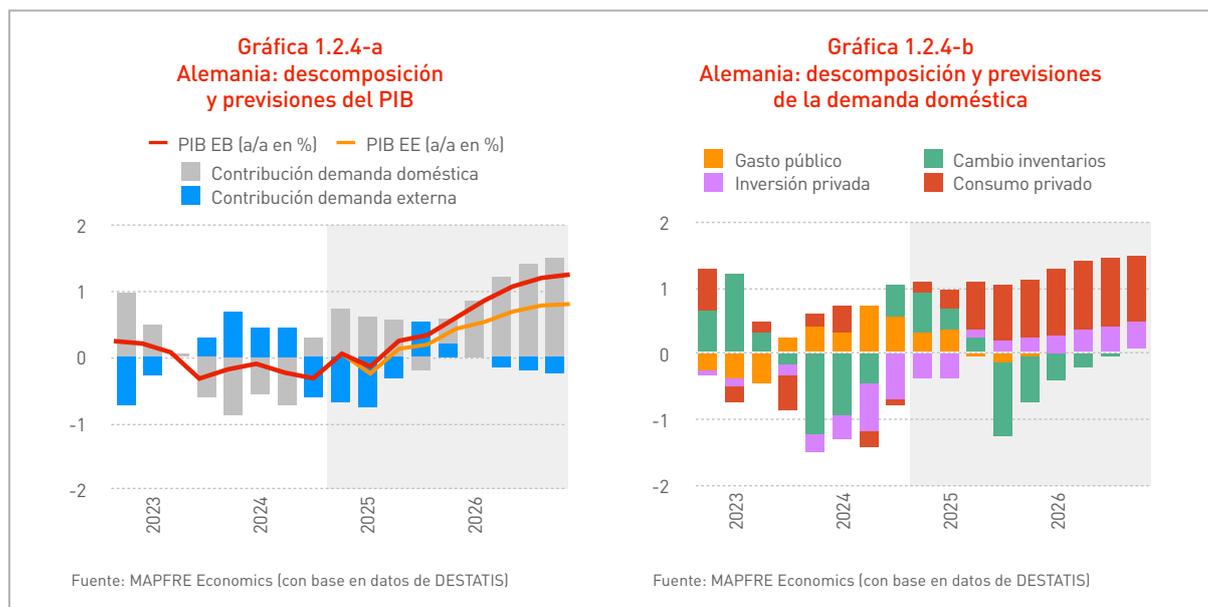


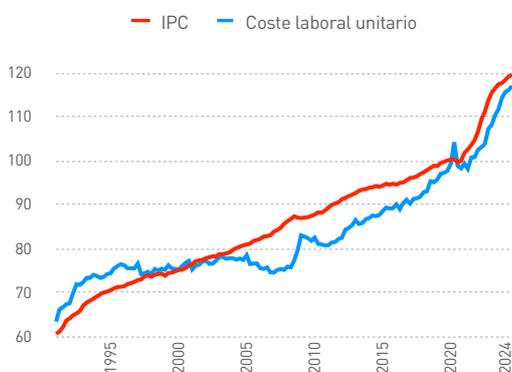
Tabla 1.2.4
Alemania: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025(p)	2026(p)	2025(p)	2026(p)
PIB (% a/a)	-4,5	3,6	1,4	-0,1	-0,2	0,3	1,1	0,1	0,7
Contribución de la demanda doméstica	-3,3	2,8	2,7	-0,2	-0,1	0,3	1,2	0,3	0,9
Contribución de la demanda externa	-1,2	0,8	-1,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2
Contribución del consumo privado	-3,7	1,1	2,8	-0,1	0,1	0,7	1,0	0,7	0,8
Contribución de la inversión total	-0,8	0,1	0,0	-0,1	-0,5	0,1	0,3	0,1	0,3
Contribución del gasto público	1,0	0,8	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Consumo privado (% a/a)	-7,0	2,3	5,6	-0,2	0,1	1,3	2,0	1,3	1,9
Gasto público (% a/a)	4,9	3,4	0,1	-0,1	2,1	0,1	0,2	0,1	0,2
Inversión total (% a/a)	-3,8	0,5	-0,1	-0,7	-2,6	0,3	1,7	0,3	1,3
Exportaciones (% a/a)	-10,3	9,8	3,2	0,2	-0,4	0,3	1,1	0,3	0,9
Importaciones (% a/a)	-8,7	8,9	7,1	-0,3	-0,3	0,6	1,6	0,6	1,5
Tasa de paro (% último trimestre)	6,1	5,2	5,5	5,8	6,1	6,1	5,5	6,1	5,5
Inflación (% a/a, media)	0,5	3,1	6,9	5,9	2,3	2,2	1,8	2,2	1,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,1	4,7	8,6	3,5	2,3	1,8	2,0	1,9	2,1
Balance fiscal (% PIB)	-4,4	-3,2	-2,2	-2,6	-2,5	-1,7	-0,9	-1,7	-1,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-3,7	-2,6	-1,4	-1,7	-1,4	-0,5	0,2	-0,6	0,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	6,3	7,0	4,4	5,8	6,1	6,0	6,0	6,0	5,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	1,75	2,00	2,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,77	1,81	1,77	1,77
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,58	-0,18	2,57	2,03	2,36	2,68	2,62	2,57	2,52
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,05	1,06	1,04	1,05
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)	3,7	5,2	5,0	1,9	0,6	3,7	5,9	3,7	5,9
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	5,1	4,6	8,9	6,2	4,1	4,8	4,7	4,8	4,6
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	10,1	8,7	10,6	5,7	11,6	3,0	3,5	3,0	3,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	16,1	14,3	10,4	10,4	11,6	11,6	11,2	11,6	11,1

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de DESTATIS)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

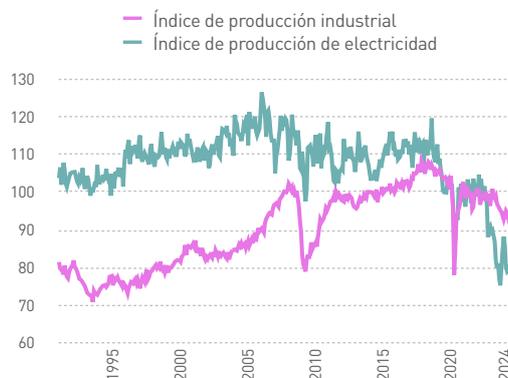
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.4-c
Alemania: IPC vs índice de costes salariales



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Deutsche Bundesbank)

Gráfica 1.2.4-d
Alemania: índices de producción industrial vs producción de electricidad



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de Deutsche Bundesbank)

creció un 0,4%, la inversión mostró una caída del -0,1%, las exportaciones del -1,9% y las importaciones subieron un 0,2%. Los últimos datos del PMI de enero muestran un indicador compuesto en 50,1 puntos, el manufacturero mejora al 45,0, aunque aún en zona de contracción, y el de servicios subió a 52,5 puntos. Las ventas minoristas se incrementaron un 1,1% en diciembre de 2024, en tanto que la producción industrial disminuyó un -2,8% a/a en noviembre, en caída desde 2017. La confianza del consumidor del GfK, en -22,4, se recuperó poco desde los mínimos de 2022 (-42,8). En este marco, se estima que el PIB alemán crecerá solo un 0,3% en 2025, con una recuperación al entorno del 1,1% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.4 y las Gráficas 1.2.4-a y 1.2.4-b). Por otra parte, la inflación en Alemania en enero se situó en 2,3%, y 2,8% sin considerar el efecto de los precios de la energía. Las componentes de enero todavía no están disponibles, aunque en diciembre la alimentación, transporte y energía crecieron un 2,6%, 1,5% y -0,5%, respectivamente.

La economía alemana sigue en estancamiento y ese es uno de los motivos detrás de las tensiones políticas que llevaron al adelantamiento de las elecciones generales que se realizarán el 23 de febrero. Hay incertidumbre respecto a que la recuperación económica llegue pronto, de ahí que la Comisión Europea encadene varios informes con recomendaciones de inversión. Con el crecimiento salarial superando la inflación, se espera que el consumo privado mantenga la economía a flote. Los riesgos para

el crecimiento han aumentando recientemente ante la incertidumbre de aplicación de tarifas por parte de los Estados Unidos a la Unión Europea, siendo Alemania un importante exportador de automóviles, químicos y farmacéuticos, entre otros. La política fiscal es estricta, poniendo la relación deuda/PIB en una trayectoria descendente, pero la otra cara de la moneda es que la inversión pública también es relativamente baja, impidiendo hacer de catalizador del crecimiento.

1.2.5 Italia

La economía italiana muestra debilidad, a pesar del estímulo de los fondos de recuperación.

En 2024, la economía italiana creció un 0,5% a/a, aunque sin crecimiento respecto al trimestre anterior. El detalle por componentes todavía no está disponible, pero en el tercer trimestre el consumo privado y público crecían

Italia

- Se observa debilidad en todos los componentes de la actividad económica.
- La baja inflación también es síntoma de menor presión de la demanda.
- Los PMIs apuntan a una continuación de la debilidad en el corto plazo.
- La previsión de crecimiento de la economía italiana se sitúa en el 0,7% para 2025 y 0,9% para 2026.

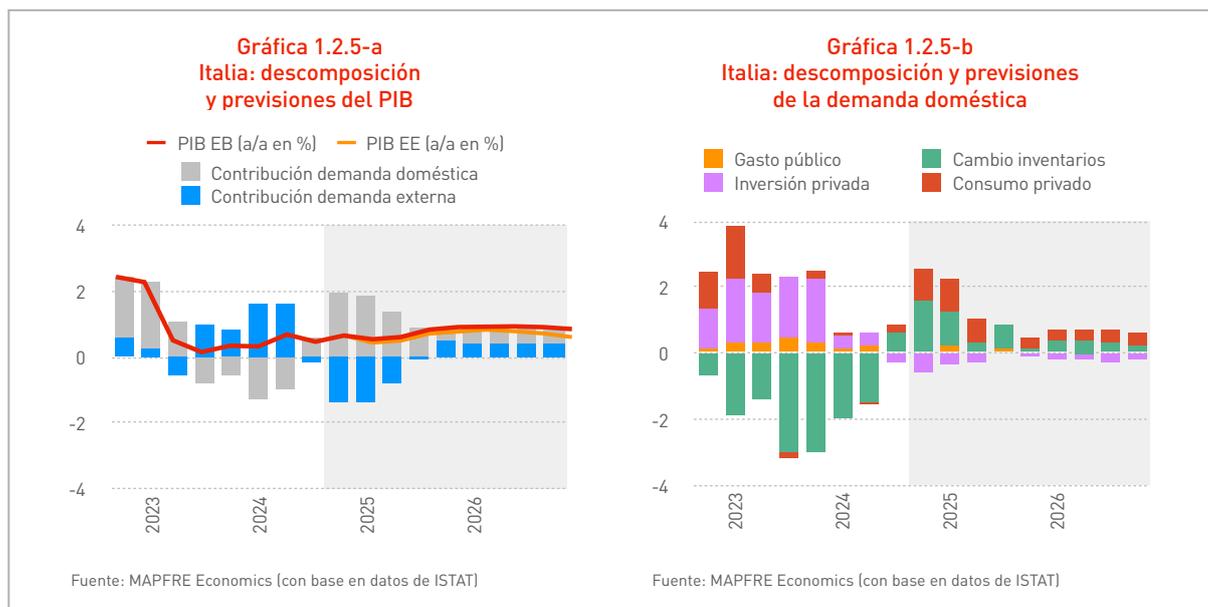
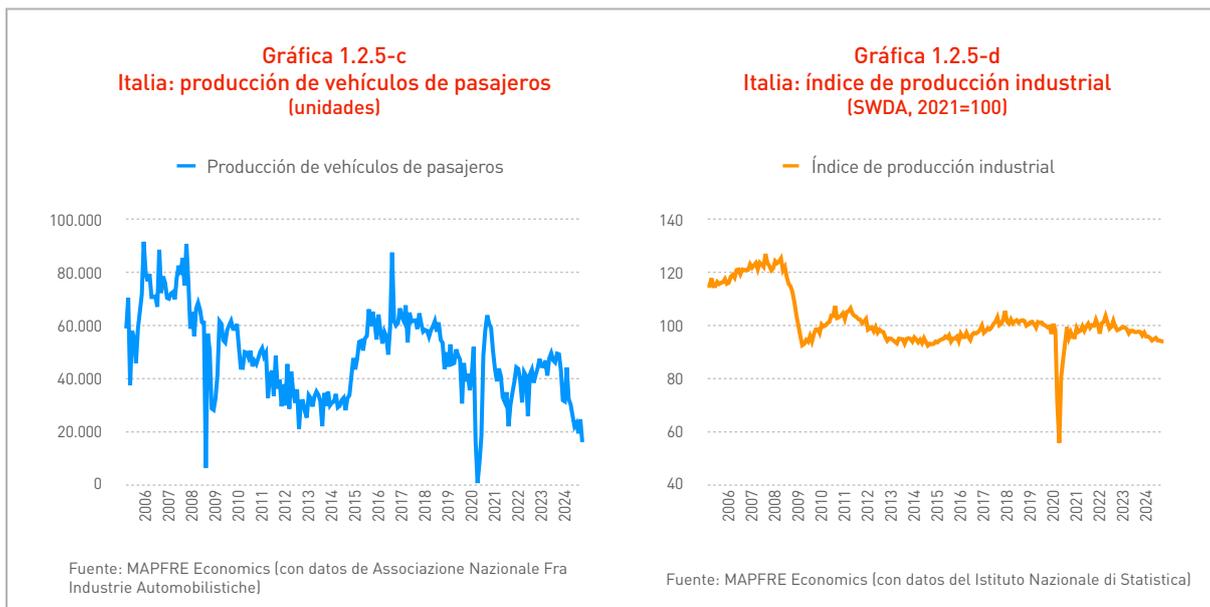


Tabla 1.2.5
Italia: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
PIB (% a/a)	-9,0	8,8	4,8	0,8	0,5	0,7	0,9	0,6	0,7
Contribución de la demanda doméstica	-8,0	8,8	5,4	0,4	0,1	1,1	0,5	1,1	0,3
Contribución de la demanda externa	-1,0	0,0	-0,6	0,4	0,4	-0,4	0,4	-0,4	0,4
Contribución del consumo privado	-6,2	3,4	2,8	0,6	0,3	0,5	0,4	0,5	0,3
Contribución de la inversión total	-1,3	3,9	1,6	1,8	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3
Contribución del gasto público	0,1	0,5	0,1	0,4	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
Consumo privado (% a/a)	-10,6	5,8	5,0	1,0	0,5	0,9	0,6	0,9	0,6
Gasto público (% a/a)	0,3	2,3	0,6	1,9	0,6	0,6	0,0	0,6	0,0
Inversión total (% a/a)	-7,3	21,5	7,9	8,7	0,0	-0,8	-0,9	-0,8	-1,3
Exportaciones (% a/a)	-14,4	14,2	10,5	1,1	-0,3	0,5	2,0	0,5	1,7
Importaciones (% a/a)	-13,0	16,0	13,8	0,0	-1,9	2,1	0,8	2,1	0,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	9,8	9,0	7,9	7,5	6,1	6,7	7,1	6,7	7,1
Inflación (% a/a, media)	-0,1	1,9	8,2	5,6	1,0	1,9	1,7	2,0	1,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,2	3,5	11,7	1,0	1,2	2,0	1,4	2,2	1,6
Balance fiscal (% PIB)	-9,4	-8,9	-8,1	-7,2	-3,6	-3,5	-2,9	-3,5	-3,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-6,0	-5,5	-4,0	-3,5	0,3	0,5	1,2	0,5	1,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	3,8	2,1	-1,7	-0,1	1,1	0,7	1,6	0,7	1,4
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	1,75	2,00	2,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,77	1,81	1,77	1,77
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,52	1,19	4,72	3,69	3,52	4,12	4,29	4,02	4,19
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,05	1,06	1,04	1,05
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	3,0	3,4	0,2	-0,5	1,6	2,2	1,7	2,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	3,8	1,1	2,9	-2,2	-1,9	1,7	3,1	1,6	2,7
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-10,3	22,7	19,6	3,5	0,6	1,0	0,6	1,0	0,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	17,5	15,6	11,2	10,3	11,9	11,4	11,3	11,4	11,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de ISTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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



ambos un 0,4% a/a, la inversión mostró una caída del -1,0%, las exportaciones -1,0% y las importaciones del -0,6%. Los PMI de enero sitúan el compuesto en 49,7, el manufacturero alcanzó 46,3 y el de servicios 50,4 puntos. Las ventas minoristas crecieron un 1,4% en diciembre, mientras que la producción industrial disminuyó un -1,5% interanual en noviembre. La confianza del consumidor lleva dos años recuperándose y se situó en 98,2. Conforme a este entorno general, se prevé que la economía italiana crezca en el entorno del 0,7% en 2025 y del 0,9% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.5 y las Gráficas 1.2.5-a y 1.2.5-b). Por su parte, la inflación en enero de 2025 se situó en 1,5% a/a, con la subyacente en 1,8%. Las componentes de alimentación, transporte y energía crecieron un 2,3%, 1,0% y -0,7%, respectivamente.

La economía italiana se ha recuperado bien del choque de precios de la energía y crece con la ayuda de los fondos de recuperación de la Unión Europea, mientras que el empleo aumentó junto con la actividad real. Las condiciones financieras se han relajado un poco, pero siguen siendo estrictas. Se prevé que la inversión siga creciendo bajo el Plan Nacional de Recuperación y Resiliencia (NRRP) financiado por la Unión Europea, que compensa en gran medida la caída de la inversión residencial. Italia sigue necesitando ajustes estructurales para moderar los riesgos de la alta deuda pública y dejar espacio para un aumento de inversión pública. Para aumentar la productividad, se necesita una ejecución comple-

ta y oportuna del NRRP, con un plan de seguimiento de inversiones públicas críticas en infraestructura, reforma educativa y mejora del clima empresarial.

1.2.6 Francia

La rentabilidad de los bonos franceses revela preocupación por la situación fiscal.

En el cuarto trimestre de 2024, la economía francesa creció un 0,7% interanual (a/a) y decreció marginalmente un -0,1% en la medición intertrimestral. El consumo privado aumentó un 1,1% (a/a), mientras que el consumo público creció un 2,1% (a/a). Asimismo, la inversión mostró una caída del -1,4% (a/a), y las exportaciones e importaciones apenas crecieron, ambas un 0,4% (a/a). Los PMI de enero situaron el compuesto en 47,6 puntos, el manufacturero subió a 45,0 y el de servicios bajó a 48,2 puntos. Las ventas minoristas disminuyeron un -0,8% en diciembre, en tanto que la producción industrial disminuyó un -1,7% interanual en diciembre, y la confianza del con-

Francia

- El dinamismo de la economía francesa muestra síntomas de debilidad.
- Francia mantiene un déficit fiscal estructural y requiere de reformas.
- Se estima que la economía francesa crecerá un 0,7% en 2025 y un 1,2% en 2026.

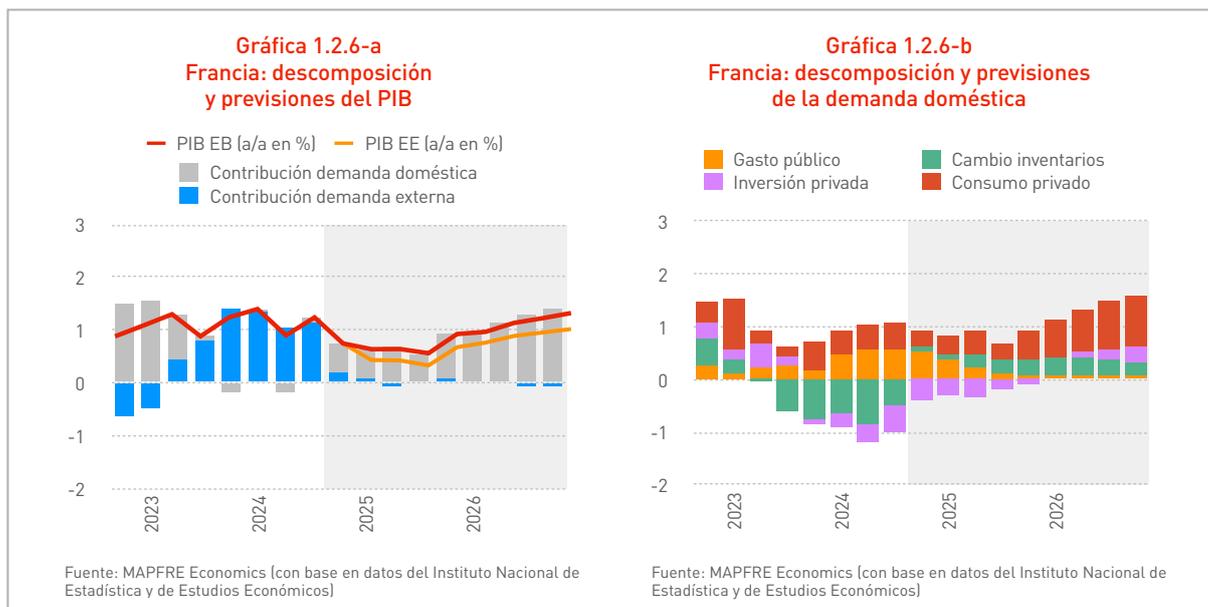
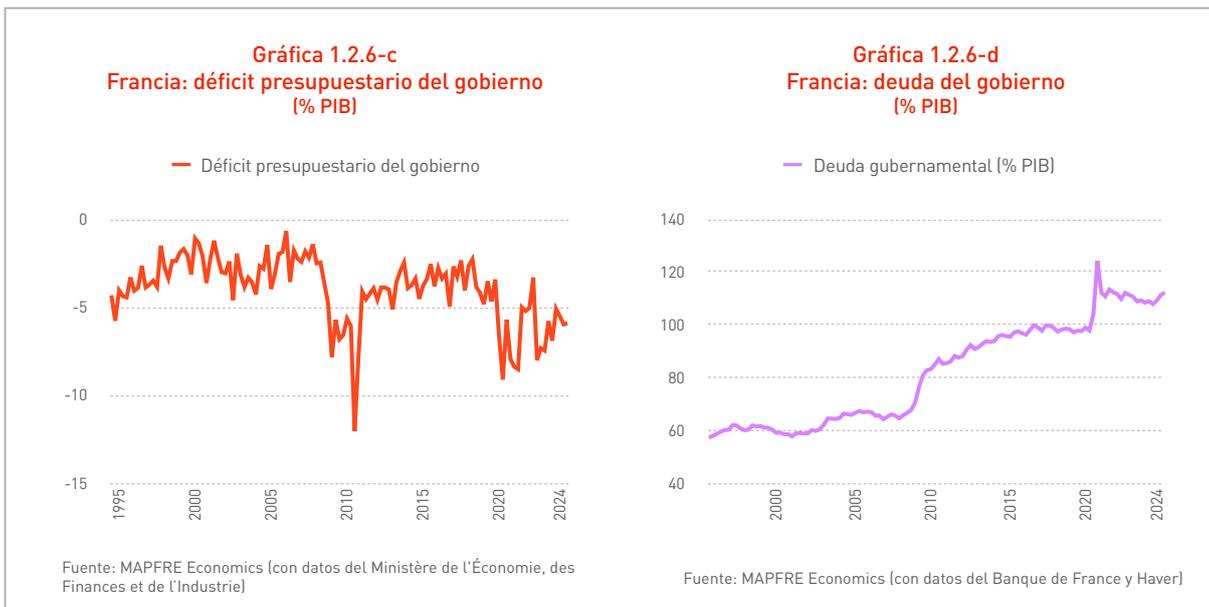


Tabla 1.2.6
Francia: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
PIB (% a/a)	-7,6	6,8	2,6	1,1	1,1	0,7	1,2	0,5	0,9
Contribución de la demanda doméstica	-6,3	6,1	2,9	0,6	0,1	0,6	1,2	0,4	0,9
Contribución de la demanda externa	-1,3	0,7	-0,3	0,5	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Contribución del consumo privado	-3,5	2,8	1,7	0,5	0,5	0,4	0,8	0,3	0,5
Contribución de la inversión total	-1,4	2,2	0,0	0,2	-0,4	-0,2	0,2	-0,2	0,1
Contribución del gasto público	-1,1	1,7	0,7	0,2	0,5	0,2	0,1	0,2	0,1
Consumo privado (% a/a)	-6,5	5,3	3,2	0,9	0,9	0,8	1,6	0,8	1,5
Gasto público (% a/a)	-4,4	6,6	2,6	0,8	2,1	0,8	0,3	0,8	0,3
Inversión total (% a/a)	-6,2	9,6	0,1	0,7	-1,7	-1,0	0,8	-1,0	0,5
Exportaciones (% a/a)	-16,8	11,1	8,4	2,5	1,5	0,5	1,7	0,5	1,5
Importaciones (% a/a)	-12,6	8,0	9,1	0,7	-1,4	0,4	1,8	0,4	1,7
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,8	7,2	6,9	7,3	7,3	7,5	7,5	7,6	7,6
Inflación (% a/a, media)	0,5	1,6	5,2	4,9	2,0	1,7	1,8	1,9	2,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	2,7	6,1	3,7	1,3	2,2	1,8	2,5	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-8,9	-6,6	-4,7	-5,5	-6,1	-5,9	-5,2	-5,9	-5,2
Balance fiscal primario (% PIB)	-7,7	-5,2	-2,8	-3,6	-4,0	-3,6	-2,8	-3,6	-2,9
Balance cuenta corriente (% PIB)	-2,0	0,3	-1,1	-1,0	-0,2	0,1	0,2	0,0	0,0
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	1,75	2,00	2,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,77	1,81	1,77	1,77
Tipo de interés a 10 años (final período)	-0,33	0,10	3,02	2,54	3,21	3,58	3,43	3,48	3,34
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,05	1,06	1,04	1,05
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	4,9	5,4	5,5	2,6	0,5	3,2	3,3	3,2	3,3
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	7,5	3,6	7,4	4,5	2,3	5,8	4,1	5,8	4,0
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	9,0	17,0	16,7	2,9	12,3	2,4	3,4	2,4	3,4
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	16,7	15,2	12,8	12,8	13,9	13,8	13,1	13,8	13,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadística y de Estudios Económicos)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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



sumidor se va recuperando con sus oscilaciones desde el punto bajo del 2022. En este marco, se prevé que el PIB francés se incremente en el entorno del 0,7% en 2025 y del 1,2% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.6 y las Gráficas 1.2.6-a y 1.2.6-b). Por su parte, la inflación en enero se situó en el 1,4% (a/a), con la subyacente en el 2,0%. Por componentes (en diciembre) la alimentación, transporte y energía crecieron un 0,0%, 1,0% y 1,2%, respectivamente.

Desde el punto de vista de los riesgos a corto plazo, dada la incertidumbre sobre la trayectoria fiscal de Francia (el déficit presupuestario alcanzó el 6,1% del PIB en 2024), un aumento de las tensiones del mercado sobre los bonos soberanos sigue siendo un riesgo significativo. Si este episodio es impulsado por preocupaciones sobre la posición fiscal de Francia, es probable que el BCE sea reactivo a calmar tales tensiones a través del TPI (Instrumento de Protección de la Transmisión). El impacto en el crecimiento económico del endurecimiento de las condiciones financieras podría, por lo tanto, ser bastante severo. Por otra parte, Francia atraviesa una fase de complejidad política. El gobierno ha logrado avanzar hacia la aprobación del presupuesto y evitar una crisis inmediata. Sin embargo, desafíos significativos, como la reforma de las pensiones y las políticas migratorias, continúan en la agenda gubernamental.

1.2.7 Portugal

Un aterrizaje suave para la economía portuguesa es el escenario central.

El PIB de Portugal creció un 2,7% a/a y un 1,5% t/t en cuarto trimestre de 2024. El desglose por componentes (con datos al tercer trimestre) muestra que el consumo de los hogares crecía al 2,5% y el del gobierno un 1,0%, y las exportaciones aumentaban un 5,3%, mientras que las importaciones crecían al 7,0%. La balanza por cuenta corriente se mantiene en positivo, reflejando un equilibrio en las transacciones internacionales. La encuesta de sentimiento económico de enero del Instituto de Estadística muestra una mejora desde el tercer trimestre, posiblemente relacionada con la relajación de las condiciones financieras. La confianza del consumidor se

Portugal

- El crecimiento económico deberá mejorar gracias a la relajación de las condiciones financieras.
- La inflación deberá seguir desacelerándose, pero en contra está que los salarios reales tienen que recuperar poder adquisitivo.
- Entre los riesgos de largo plazo están el envejecimiento de la población y los bajos niveles de inversión.
- Se estima un crecimiento de la economía de Portugal del 1,8% en 2025 y del 2,1% en 2026.

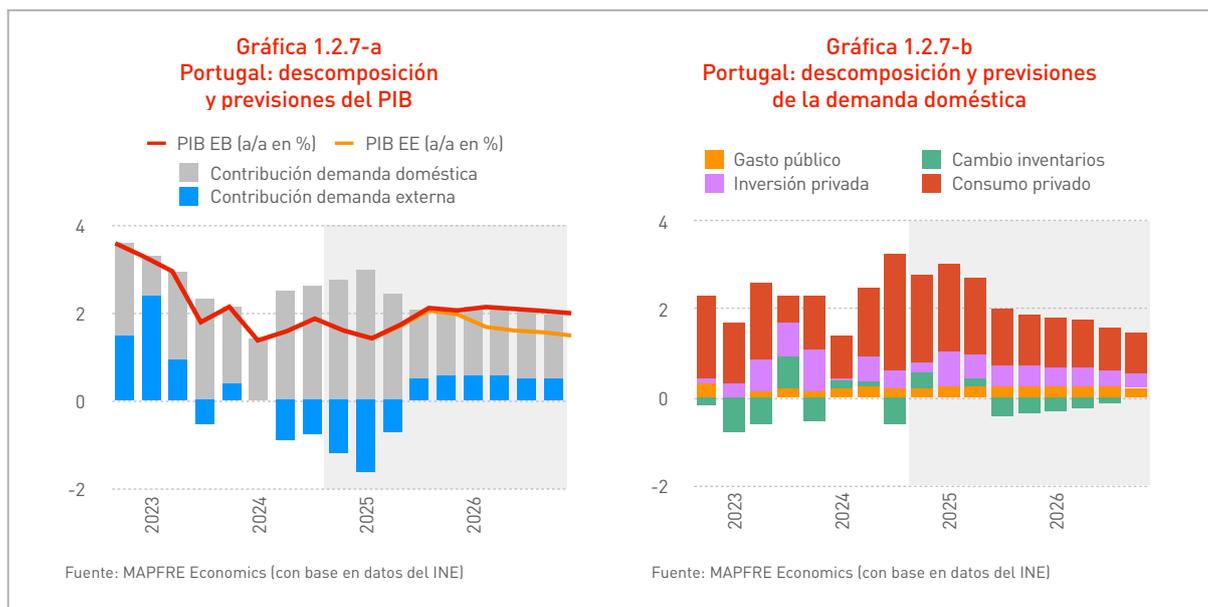


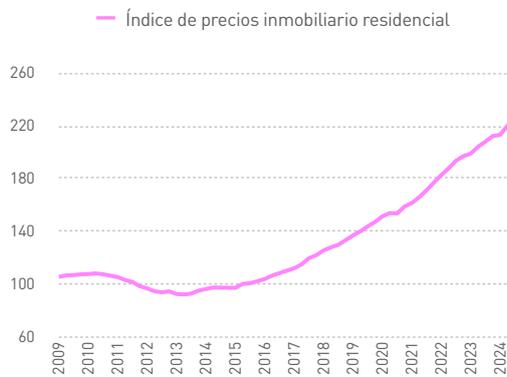
Tabla 1.2.7
Portugal: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
PIB (% a/a)	-8,2	5,6	7,0	2,5	1,6	1,8	2,1	1,8	1,6
Contribución de la demanda doméstica	-5,2	6,0	4,9	1,7	2,3	2,1	1,5	2,1	1,3
Contribución de la demanda externa	-3,1	-0,4	2,1	0,8	-0,7	-0,3	0,5	-0,3	0,3
Contribución del consumo privado	-4,2	3,1	3,5	1,2	1,8	1,5	1,0	1,5	0,9
Contribución de la inversión total	-0,4	1,6	0,7	0,7	0,3	0,6	0,4	0,6	0,3
Contribución del gasto público	0,1	0,7	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	-6,8	4,9	5,6	2,0	2,9	2,4	1,6	2,4	1,5
Gasto público (% a/a)	0,4	3,8	1,7	0,6	1,1	1,4	1,3	1,4	1,3
Inversión total (% a/a)	-2,3	7,8	3,3	3,6	1,6	2,8	2,0	2,8	1,6
Exportaciones (% a/a)	-18,3	12,0	17,2	3,5	3,5	1,7	1,9	1,6	1,7
Importaciones (% a/a)	-11,6	12,3	11,3	1,7	5,1	2,3	0,7	2,3	0,5
Tasa de paro (% , último trimestre)	7,3	6,3	6,5	6,5	6,4	6,5	6,5	6,5	6,5
Inflación (% a/a, media)	0,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1	1,9	1,9	1,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,1	2,4	9,9	1,7	2,6	2,1	1,8	1,9	1,7
Balance fiscal (% PIB)	-5,8	-2,8	-0,3	1,2	1,7	0,7	0,1	0,7	-0,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-2,9	-0,5	1,6	3,3	3,9	3,0	2,3	3,0	2,1
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,7	-0,7	-1,9	0,5	2,3	0,9	1,0	0,9	0,8
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	1,75	2,00	2,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,55	-0,57	2,13	3,91	2,71	1,77	1,81	1,77	1,77
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,06	0,49	3,59	2,80	2,85	3,26	3,24	3,16	3,15
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,23	1,13	1,07	1,11	1,04	1,05	1,06	1,04	1,05
Tipo de cambio vs Euro (final período)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	1,8	3,1	4,0	0,0	1,7	6,3	6,3	6,3	6,2
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	0,2	1,3	0,8	-1,9	0,2	4,2	4,6	4,1	4,2
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-13,0	-1,9	5,3	-4,8	22,7	11,2	9,7	11,1	9,3
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	12,1	11,0	7,3	8,0	11,6	11,9	11,8	11,9	11,8

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INE)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

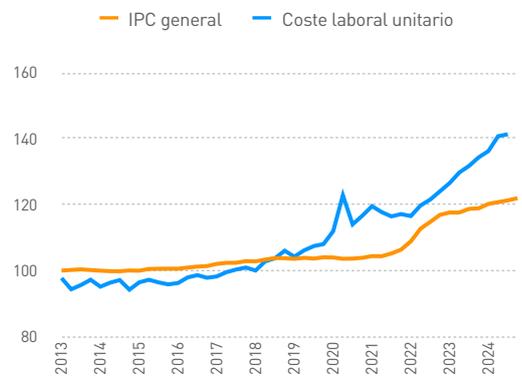
[Hacer clic aquí para acceder a la versión interactiva de esta información](#)

Gráfica 1.2.7-c
Portugal: índice de precios inmobiliario residencial



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Instituto Nacional de Estadística y Haver)

Gráfica 1.2.7-d
Portugal: IPC general vs coste laboral unitario



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Instituto Nacional de Estadística y Haver)

mantiene en negativo [-15,2], pero ha mejorado desde el punto bajo de 2022. La producción industrial está en caída [-4,9%], y las ventas al por menor sugieren que la economía portuguesa debería seguir resiliente en los próximos trimestres. Conforme a lo anterior, se prevé que el PIB portugués crezca en torno al 1,8% en 2025 y del 2,1% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.7 y las Gráficas 1.2.7-a y 1.2.7-b). Por otra parte, la inflación en enero se situó en 2,5%, bajando respecto al 3,0% del mes anterior; la inflación subyacente, que excluye los precios de alimentos y energía, se situó en 2,6% (desde los 2,8% de diciembre).

En cuanto a los riesgos estructurales de largo plazo que enfrenta la economía de Portugal, el envejecimiento de la población y un nivel bajo de inversión están en el origen de los bajos aumentos de la productividad. Un nuevo gobierno se formó en abril de 2024 tras elecciones anticipadas, pero su falta de mayoría parlamentaria podría dificultar la formulación de políticas e incrementar la incertidumbre. Por otra parte, los riesgos al alza para la inflación pueden provenir de una inflación subyacente más persistente de lo esperado, especialmente si el crecimiento salarial continúa superando el crecimiento de la productividad. La implementación lenta del Plan de Recuperación y Resiliencia (RRP) podría llevar a un menor crecimiento a mediano plazo. Por el contrario, una relajación de las condiciones financieras más rápida de lo esperado, con una inflación que disminuya más rápidamente hacia el objetivo, podría impulsar el consumo privado y la inversión. La resiliencia del mercado laboral y el impulso del turismo también están mitigando los riesgos a la baja.

1.2.8 Reino Unido

La economía crece limitada por una política monetaria todavía restrictiva.

Con datos al tercer trimestre de 2024, la economía del Reino Unido creció un 0,9% interanual y un 0,0% intertrimestral. El consumo privado aumentó un 1,5% (a/a), mientras que el consumo público lo hizo un 0,9%, y la inversión fija mejoró un 3,9%. Por su parte, las exportaciones disminuyeron un -1,0%, mientras que las importaciones crecieron un 2,8%. Los últimos PMI de enero sitúan el compuesto en 50,6, el manufacturero en 48,3 y el de servicios en 50,8 puntos, con un ligero descenso. Las ventas minoristas crecieron un 3,6% en diciembre, en tanto que la producción industrial disminuyó un -1,8% interanual en noviembre. La confianza del consumidor volvió a girar a la baja en enero (-22). En este contexto, se estima que el PIB del Reino Unido crecerá 1,4% en 2025 y en el en-

Reino Unido

- Las ventas minoristas se contrajeron un -3,6% en diciembre.
- El Banco de Inglaterra ha recortado 25 puntos básicos los tipos de interés, hasta el 4,50%.
- La inflación ha repuntado al 2,5% desde el punto bajo del 1,7% de septiembre.
- La previsión de crecimiento económico para el Reino Unido se sitúa en el 1,4% para 2025 y en el 1,3% en 2026.

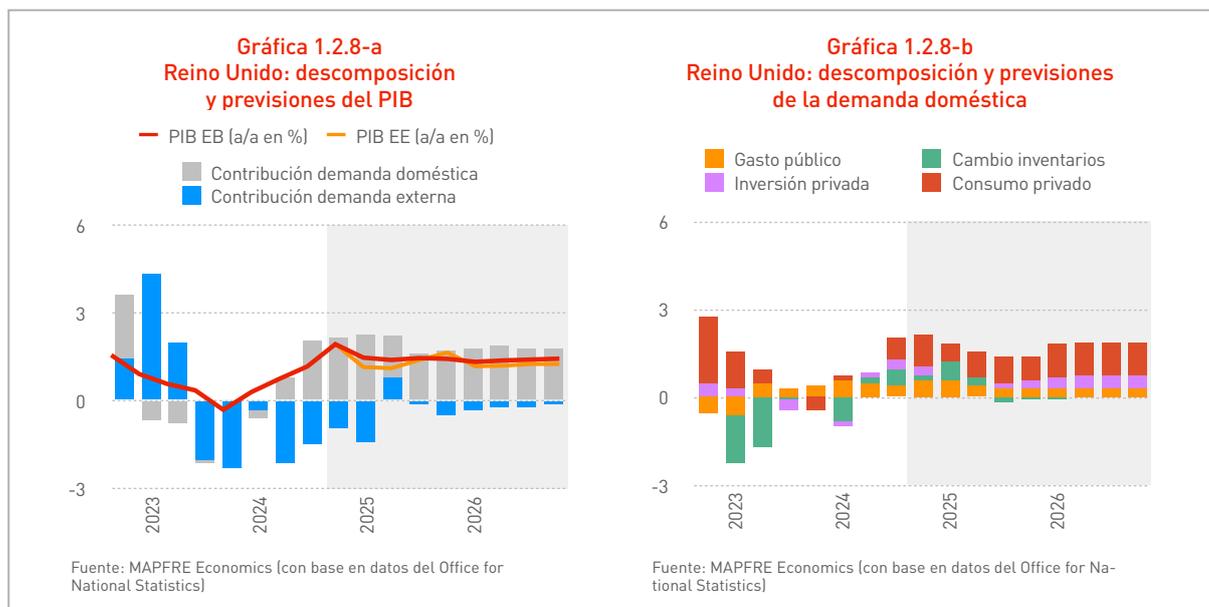
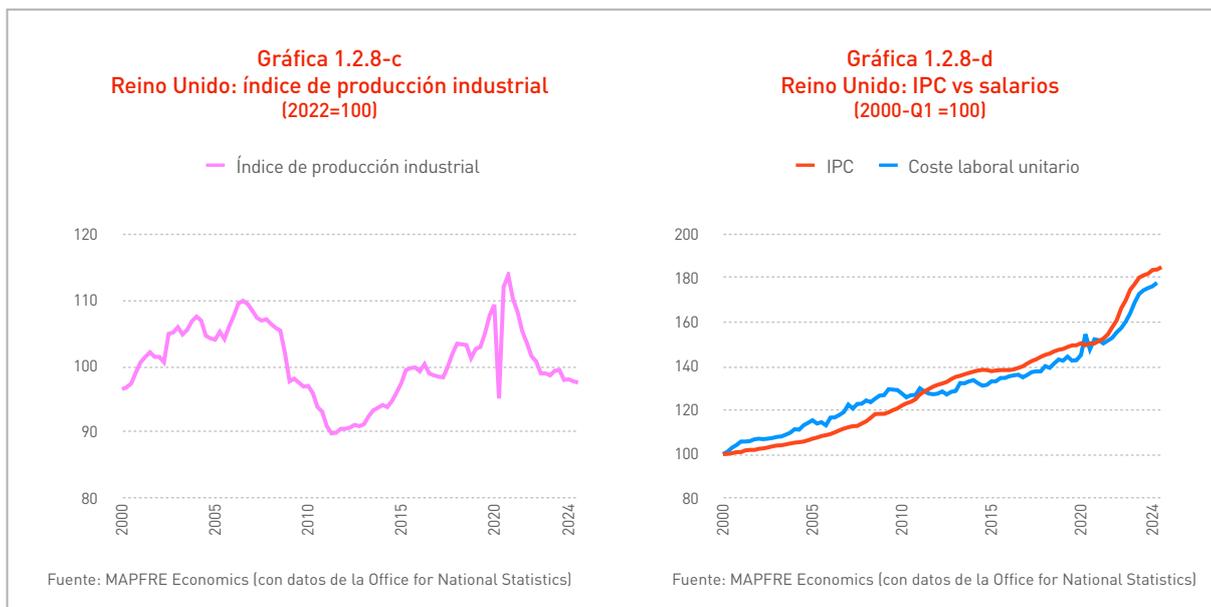


Tabla 1.2.8
Reino Unido: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
PIB (% a/a)	-10,3	8,6	4,8	0,4	0,8	1,4	1,3	1,3	1,2
Contribución de la demanda doméstica	-11,1	8,5	6,1	-0,4	1,1	1,8	1,6	1,6	1,2
Contribución de la demanda externa	1,8	-0,9	-0,3	0,5	-1,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
Contribución del consumo privado	-8,1	4,2	4,3	0,3	0,6	0,8	0,8	0,7	0,6
Contribución de la inversión total	-1,7	1,4	0,9	0,1	0,2	0,1	0,6	0,0	0,4
Contribución del gasto público	-1,3	2,9	0,1	0,2	0,4	0,5	0,3	0,5	0,3
Consumo privado (% a/a)	-13,0	7,0	7,3	0,4	1,0	1,2	1,3	1,2	1,2
Gasto público (% a/a)	-6,8	14,3	0,6	1,0	2,1	2,6	1,6	2,6	1,6
Inversión total (% a/a)	-9,7	7,6	5,1	0,3	1,1	0,0	3,1	0,0	2,8
Exportaciones (% a/a)	-11,8	3,2	12,6	-3,2	-2,2	0,0	1,3	-0,1	1,2
Importaciones (% a/a)	-15,9	5,8	13,0	-4,5	1,3	1,5	1,5	1,4	1,3
Tasa de paro (% último trimestre)	5,3	4,2	3,9	3,8	4,4	4,3	4,0	4,4	4,4
Inflación (% a/a, media)	0,9	2,6	9,1	7,3	2,6	2,6	2,3	2,7	2,6
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,6	4,9	10,8	4,2	2,3	2,7	2,1	2,9	2,2
Balance fiscal (% PIB)	-13,0	-7,8	-4,6	-6,0	-5,5	-3,3	-2,7	-3,3	-2,7
Balance fiscal primario (% PIB)	-11,0	-5,0	0,3	-1,3	-1,2	1,1	1,4	1,1	1,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,0	-0,4	-2,3	-2,2	-2,6	-2,9	-2,8	-2,9	-2,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,25	3,50	5,25	4,75	3,75	3,25	3,75	3,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,03	0,26	3,87	5,32	4,68	3,72	2,76	3,74	3,12
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,20	0,97	3,67	3,54	3,92	3,70	3,26	4,38	4,00
Tipo de cambio vs USD (final período)	1,36	1,35	1,20	1,27	1,31	1,32	1,32	1,24	1,25
Tipo de cambio vs Euro (final período)	1,11	1,19	1,13	1,15	1,19	1,18	1,18	1,19	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)	2,5	3,2	3,0	2,5	2,3	3,4	3,8	3,5	3,6
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	10,2	0,5	1,1	3,3	0,4	3,5	3,8	2,6	3,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	11,7	-1,5	10,6	3,6	4,8	3,1	4,2	4,7	4,5
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	16,8	12,8	6,1	7,3	9,2	8,9	8,6	8,9	8,4

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Office for National Statistics)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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



torno del 1,3% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.8 y las Gráficas 1.2.8-a y 1.2.8-b).

Por otra parte, la inflación de diciembre fue del 2,5% con la subyacente en 3,2%. Las componentes de alimentación, transporte y energía crecieron un 2,0%, -0,6% y -6,8 respectivamente. En la última reunión de febrero, el Banco de Inglaterra decidió bajar el tipo de interés en 25 puntos básicos, hasta 4,50%. El banco dijo que el aumento de la inflación se debe principalmente a unos precios de la energía más altos de lo esperado, así como a la subida del transporte público.

La economía del Reino Unido podría estar estancándose, tras una leve recesión técnica en 2023. La inflación ha caído rápidamente desde niveles de dos dígitos en 2023, en el contexto de la disminución de los precios de la energía y políticas estrictas. Suponiendo que la inflación salarial y de servicios continúe moderándose desde sus niveles elevados actuales, se espera que la inflación general vuelva de manera duradera al objetivo en 2025.

1.2.9 Japón

Crecimiento débil y tipo de cambio bajo presión.

En el tercer trimestre de 2024, la economía de Japón creció un 0,5% a/a (no ajustado de estacionalidad) y un 0,3% t/t (ajustado). El consumo privado aumentó un 1,4% a/a, impulsado por un

consumo saludable de los hogares, mientras que el consumo público creció un 1,2% a/a. La inversión creció un 2,6%, principalmente en proyectos de infraestructura y tecnología, y la inversión residencial cayó un -2,0%, en tanto que las exportaciones aumentaron un 1,2% a/a, beneficiadas por la debilidad del yen. En enero, el PMI compuesto se situó en 51,1 puntos, el manufacturero bajó a 48,7 y el de servicios subió a 53,0 puntos. Otros indicadores, como las ventas al por menor (en diciembre), crecieron un 3,5% a/a, mientras que la producción industrial cayó un -2,8% a/a. Conforme a este entorno general, se prevé que la economía de Japón crezca un 1,2% en 2025 y en el entorno del 0,8% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.9 y las Gráficas 1.2.9-a y 1.2.9-b).

Los últimos datos de inflación de enero (que corresponden a la ciudad de Tokio) la situaron en el 3,4% a/a, y en el 3,6% a nivel nacional (diciembre). Los componentes que más contribuyeron a la subida fueron los precios de la

Japón

- La debilidad del yen preocupa por los efectos que pueda tener en la inflación; ello, por otra parte, beneficia a las exportaciones y el turismo.
- El Banco de Japón ha hecho tres intervenciones para defender la estabilidad cambiaria.
- Se estima que el PIB japonés crezca en el entorno del 1,2% en 2025 y del 0,8% en 2026.

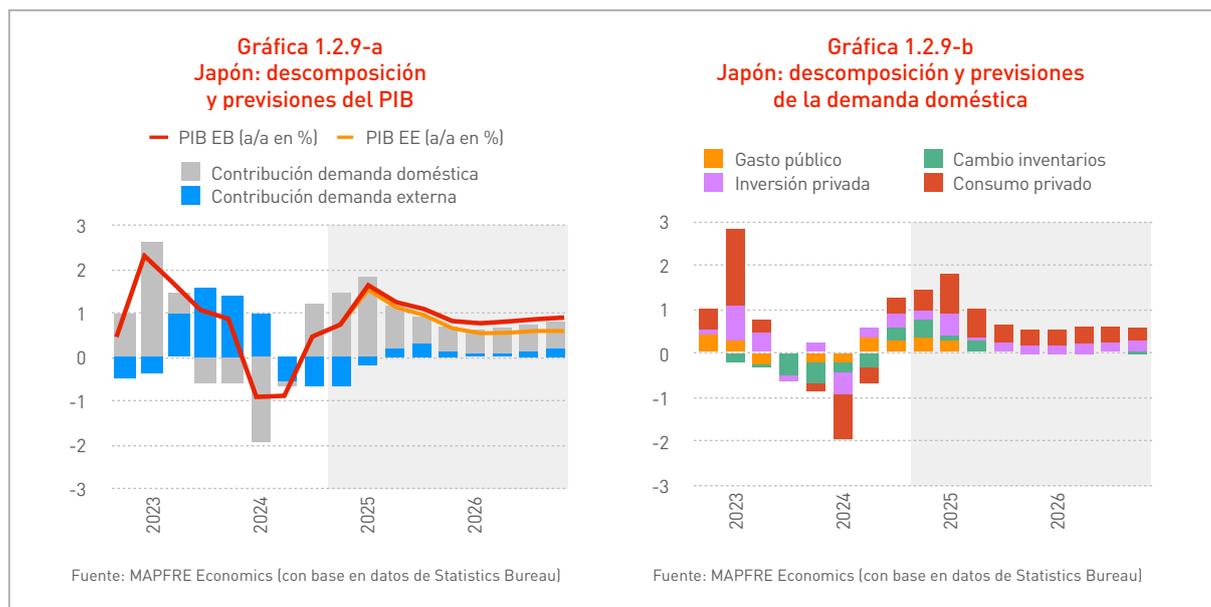
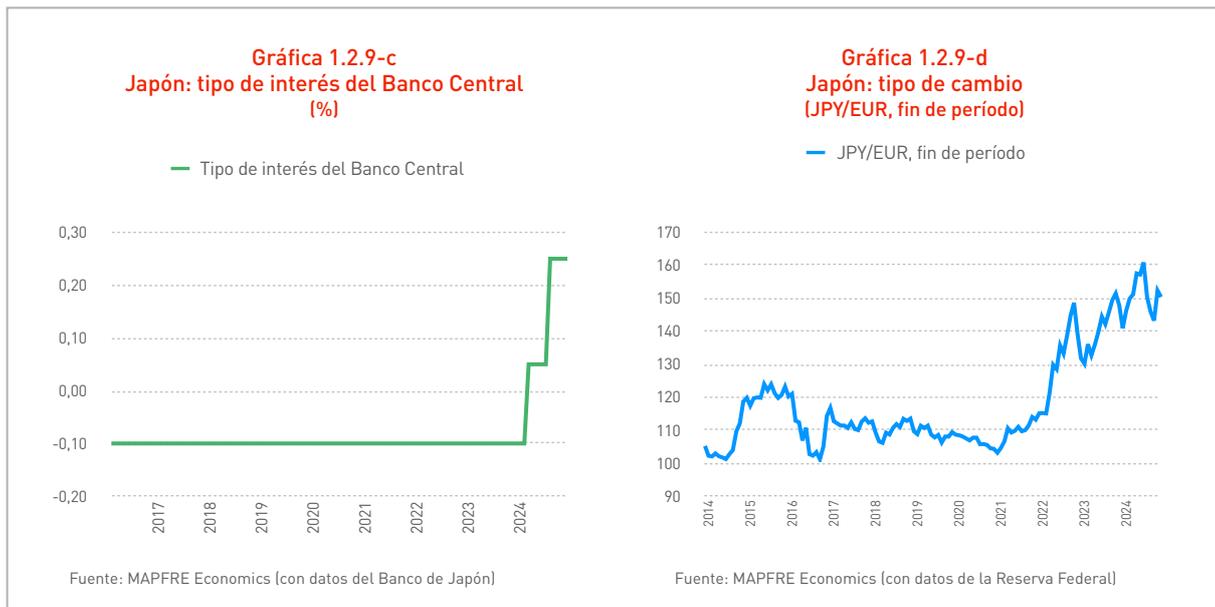


Tabla 1.2.9
Japón: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
PIB (% a/a)	-4,2	2,8	0,9	1,5	-0,2	1,2	0,8	1,1	0,6
Contribución de la demanda doméstica	-3,3	1,8	1,4	0,5	0,2	1,0	0,6	1,0	0,5
Contribución de la demanda externa	-0,9	1,1	-0,5	0,9	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Contribución del consumo privado	-2,4	0,4	1,1	0,5	-0,1	0,6	0,4	0,6	0,3
Contribución de la inversión total	-0,9	0,2	-0,1	0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1
Contribución del gasto público	0,5	0,7	0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0
Consumo privado (% a/a)	-4,5	0,8	2,0	0,8	-0,3	1,1	0,7	1,1	0,6
Gasto público (% a/a)	2,4	3,4	1,4	-0,3	0,9	0,4	0,0	0,4	0,0
Inversión total (% a/a)	-3,7	0,6	-0,5	1,4	0,3	0,8	0,8	0,8	0,5
Exportaciones (% a/a)	-11,8	12,1	5,6	3,0	0,7	1,6	0,7	1,6	0,3
Importaciones (% a/a)	-6,8	5,2	8,3	-1,5	1,8	1,1	0,2	1,1	-0,1
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,1	2,7	2,5	2,5	2,3	2,2	2,3	2,2	2,3
Inflación (% a/a, media)	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,6	2,0	1,8	2,0	1,9
Inflación (% a/a, último trimestre)	-0,9	0,5	3,9	2,9	2,5	1,9	1,8	2,0	2,0
Balance fiscal (% PIB)	-9,1	-6,2	-4,2	-4,0	-3,7	-3,5	-3,4	-3,5	-3,3
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,9	3,8	1,9	3,8	4,6	4,4	4,2	4,4	4,1
Tipo de interés oficial (final período)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,75	1,00	0,75	1,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	0,08	0,07	0,06	0,08	0,62	0,82	1,06	0,82	0,78
Tipo de interés a 10 años (final período)	0,04	0,09	0,45	0,65	1,11	1,66	1,66	1,58	1,53
Tipo de cambio vs USD (final período)	103,54	115,00	132,65	141,91	156,65	153,95	147,23	156,10	149,15
Tipo de cambio vs Euro (final período)	127,05	130,25	141,48	156,81	162,74	161,65	155,52	162,10	156,43
Crédito privado (% a/a, media)	5,5	3,6	2,8	4,4	3,7	0,0	0,4	0,0	0,4
Crédito familias (% a/a, media)	3,1	3,7	1,8	2,1	2,4	-0,3	-0,6	-0,3	-0,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	8,2	3,6	2,8	3,4	2,3	-1,8	-0,8	-1,8	-0,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	16,7	7,1	7,7	5,2	8,8	-2,8	-1,9	-2,8	-1,9
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	11,3	7,2	4,0	3,3	2,7	2,2	2,1	2,1	2,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de Statistics Bureau)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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



electricidad (4,0%), del gas (3,5%) y de los alimentos (3,5%). La inflación subyacente, por su parte, se situó en el 2,3% a/a, influenciada principalmente por los precios de los servicios y los costos de vivienda. En la reunión de enero, el Banco de Japón decidió subir los tipos de interés en 0,25 puntos porcentuales, hasta el 0,50%, citando la necesidad de apoyar el crecimiento económico mientras se controla la inflación. Los tipos de interés, con la inflación por encima del 3,0%, siguen siendo profundamente negativos en términos reales. Con las recientes subidas de los tipos y la intención de seguir subiéndolos, existe un riesgo para los flujos de inversión mundiales, al deshacerse, en parte, el atractivo del *carry trade*. Asimismo, para defender el tipo de cambio, el gobierno japonés ha implementado medidas como la intervención en el mercado de divisas, realizando tres intervenciones en 2024 por un valor total de 35 mil millones de dólares.

Los riesgos de corto plazo para el crecimiento de la economía de Japón incluyen una desaceleración en la economía global y una fragmentación geoeconómica más profunda. En el ámbito doméstico, los principales riesgos a la baja son un consumo débil relacionado con el crecimiento negativo de los salarios reales, así como una más aguda escasez de mano de obra que podría limitar la actividad y dificultar el retorno a un entorno de inflación menor. El sistema financiero japonés ha resistido una serie de *shocks*, pero enfrenta varios desafíos. Los principales riesgos para la estabilidad macrofinanciera en la coyuntura actual provienen de

tres fuentes principales de vulnerabilidad: las considerables tenencias de valores de las instituciones financieras, las notables exposiciones en moneda extranjera de algunos bancos y los signos de sobrecalentamiento en segmentos del mercado inmobiliario.

1.2.10 Turquía

Crecimiento económico moderándose por el endurecimiento monetario.

En el tercer trimestre de 2024, la economía de Turquía creció un 2,1% a/a y se contrajo un -0,2% t/t. El consumo privado aumentó un 3,5% a/a, mientras que el consumo público se mantuvo estable, con un crecimiento del 2,0% a/a. La inversión creció un 5,0% a/a, impulsada por el sector de la construcción y la recuperación del sector turístico, en tanto que las exportaciones aumentaron un 1,5% a/a, beneficiadas

Turquía

- Las condiciones financieras más estrictas están pesando sobre la demanda interna.
- La inflación se modera y se sitúa por debajo de 45%.
- El Banco Central de Turquía redujo en 250 puntos básicos los tipos de interés, hasta el 45%.
- La previsión de crecimiento para la economía de Turquía se sitúa en el 2,6% para 2025 y en el 3,3% para 2026.

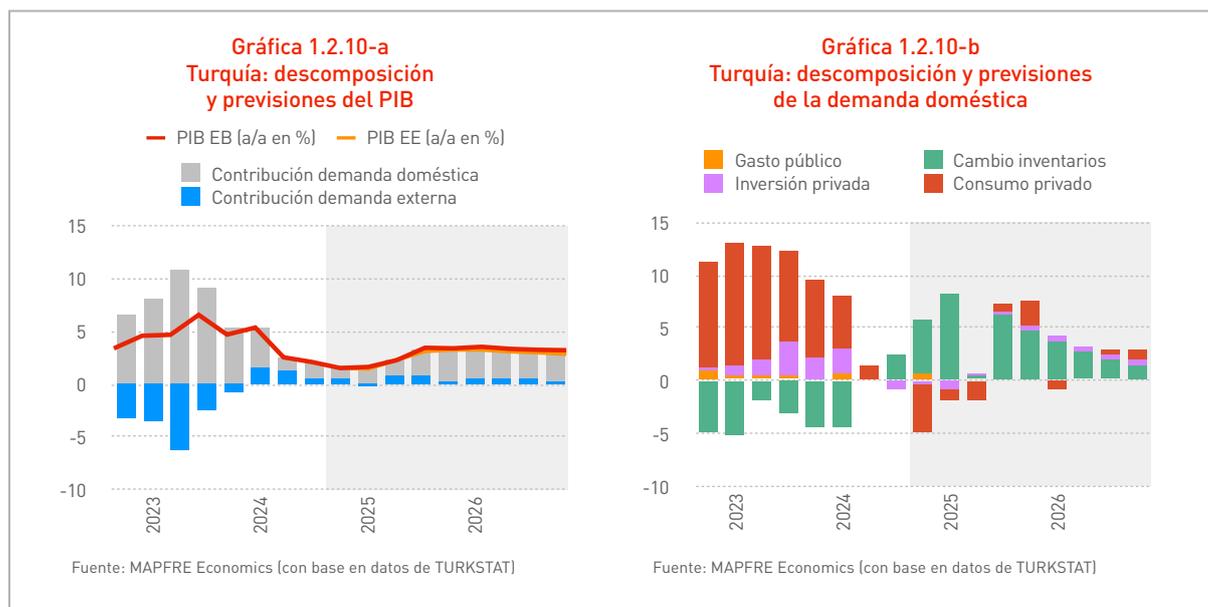
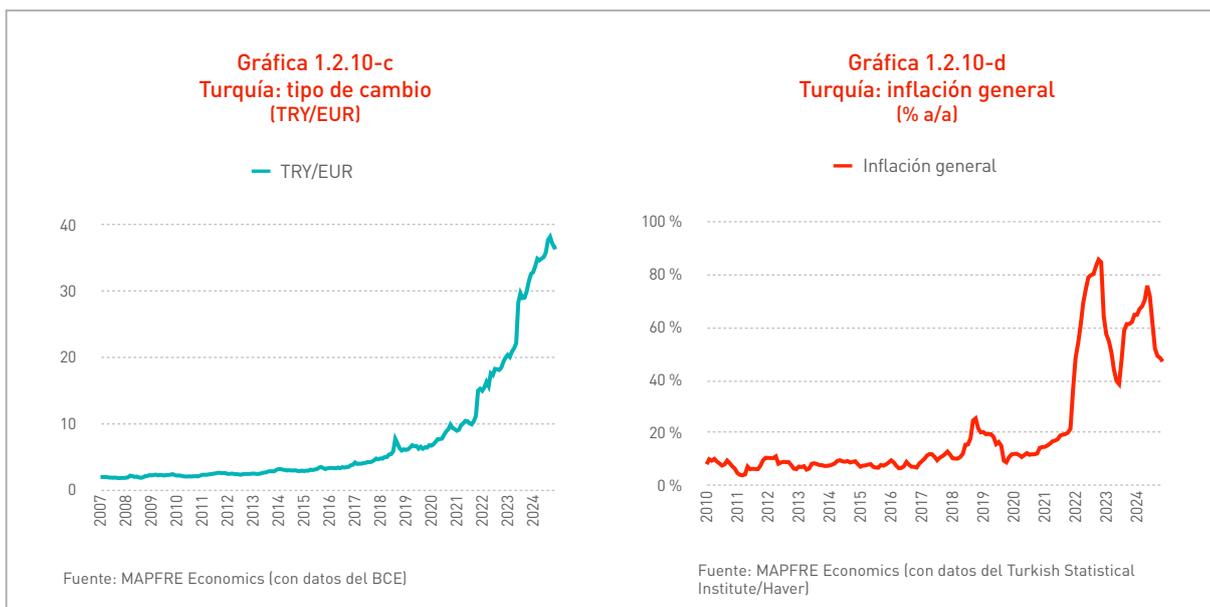


Tabla 1.2.10
Turquía: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
PIB (% a/a)	1,9	11,4	5,5	5,1	2,7	2,6	3,3	2,5	3,0
Contribución de la demanda doméstica	7,0	6,4	4,8	8,2	0,8	2,3	2,9	1,7	2,1
Contribución de la demanda externa	-5,2	5,0	0,7	-3,1	1,8	0,3	0,4	0,8	0,9
Contribución del consumo privado	1,9	9,2	11,7	9,5	1,6	0,1	0,2	-1,3	0,3
Contribución de la inversión total	1,8	1,9	0,3	2,0	0,6	0,1	0,2	0,1	0,1
Contribución del gasto público	0,3	0,4	0,6	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Consumo privado (% a/a)	3,2	15,4	18,9	13,6	2,2	-5,4	-2,0	-5,4	-2,3
Gasto público (% a/a)	2,2	3,0	4,2	2,4	1,2	1,5	1,8	1,5	1,8
Inversión total (% a/a)	7,3	7,2	1,3	8,4	2,3	0,4	0,8	0,4	0,3
Exportaciones (% a/a)	-14,6	25,1	9,9	-2,8	2,6	2,2	2,5	2,2	2,6
Importaciones (% a/a)	6,8	1,7	8,6	11,8	-5,7	2,8	3,3	2,8	2,8
Tasa de paro (% , último trimestre)	12,9	11,0	10,1	8,6	9,6	9,7	9,6	9,8	9,8
Inflación (% a/a, media)	12,3	19,6	72,3	53,9	58,5	31,8	18,8	35,0	20,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	13,5	25,8	77,4	62,7	45,6	21,6	13,8	29,7	17,0
Balance fiscal (% PIB)	-3,5	-2,8	-0,9	-5,2	-3,9	-2,7	-2,1	-2,7	-2,0
Balance fiscal primario (% PIB)	-0,9	-0,3	1,1	-2,7	-0,8	-0,2	-0,4	-0,2	-0,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-4,3	-0,8	-5,2	-3,7	-0,8	-1,8	-1,3	-1,8	-1,3
Tipo de interés oficial (final período)	17,00	14,00	9,00	42,50	50,00	27,50	19,00	30,00	22,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	17,25	16,32	10,35	44,97	51,50	30,33	19,50	30,66	19,62
Tipo de interés a 10 años (final período)	12,51	22,99	9,50	23,65	24,40	18,56	14,01	21,14	16,00
Tipo de cambio vs USD (final período)	7,44	13,32	18,69	29,48	36,00	38,72	41,24	41,52	45,27
Tipo de cambio vs Euro (final período)	9,11	15,23	19,96	32,65	39,60	43,21	46,30	43,12	47,48
Crédito privado (% a/a, media)	30,1	23,9	54,8	57,6	41,0	16,2	10,7	17,6	11,2
Crédito familias (% a/a, media)	41,8	20,3	28,8	50,1	25,4	12,9	10,7	19,9	10,5
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	29,0	23,2	56,3	55,6	113,3	86,6	16,3	138,3	16,8
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	21,1	31,6	105,5	77,0	66,3	21,4	15,8	24,7	19,0
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	20,5	22,2	10,0	20,7	30,9	24,3	21,0	26,2	23,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de TURKSTAT)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025.

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



por la debilidad de la lira turca. En enero, el PMI manufacturero se situó en 48,0 puntos, indicando una contracción en la actividad del sector, en tanto que las ventas al por menor crecieron un 16% a/a, y la producción industrial lo hizo un 0,8% a/a. La confianza del consumidor se mantiene estable en torno a los 81 puntos. En este marco, la previsión de crecimiento para la economía turca se sitúa en el 2,6% para 2025 y en el 3,3% para 2026 (véanse la Tabla 1.2.10 y las Gráficas 1.2.10-a y 1.2.10-b).

Los últimos datos de inflación (de enero) muestran una inflación moderándose, pero aún alta, en 44,1% a/a. La inflación subyacente, por su parte, la cual excluye los precios de los alimentos frescos y el combustible, se situó en el 42,6%, influenciada principalmente por los precios de los servicios y los costos de vivienda. En la reunión de enero, el Banco Central de Turquía redujo en 250 puntos básicos los tipos de interés, hasta el 45%. El banco central reiteró que fijaría el tipo de interés oficial para mantener la postura restrictiva necesaria para la senda de desinflación prevista, teniendo en cuenta tanto la inflación real como la esperada.

Desde el punto de vista de los riesgos de corto plazo para la economía turca, el endurecimiento significativo de la política monetaria desde mediados de 2023 ha reducido sustancialmente los riesgos de crisis. A pesar de ello, las condiciones financieras más estrictas es-

tán pesando sobre la demanda interna, pero la inflación ha disminuido. Las medidas fiscales y de gasto han amortiguado parcialmente un impulso fiscal expansivo y el compromiso con políticas de ingresos más fuertes ha fortalecido la credibilidad. En general, el sentimiento del mercado ha mejorado, con los inversores cambiando a la lira turca, mientras que los precios más bajos de las materias primas, las exportaciones boyantes y la reducción de las importaciones de oro han fortalecido la cuenta corriente y aumentado las reservas internacionales. Las calificaciones soberanas de Turquía han sido mejoradas y las primas de riesgo del país se han reducido a la mitad. No obstante, los riesgos en torno al escenario base son significativos y están inclinados a la baja. Incluyen una inercia de precios y salarios más fuerte de la esperada, una reversión de los flujos de capital, precios globales de la energía más altos y tensiones geopolíticas crecientes.

1.2.11 México

Incertidumbre en el marco de la política comercial de los Estados Unidos.

En el cuarto trimestre de 2024, la economía mexicana creció un 0,6% interanual, y se contrajo en el trimestre un -0,6%. El PMI manufacturero de enero se situó en 49,1 puntos, por debajo del umbral de contracción del indicador. Las ventas minoristas disminuyeron un -2,2% en noviembre, y la producción industrial

México

- La imposición de aranceles por parte de Estados Unidos ha sido pausada, pero no se descarta que la discusión sobre el tema se reanude, como ha ocurrido con los recientes aranceles generales al acero y el aluminio.
- El banco central ha reducido en 50 puntos básicos los tipos de interés, hasta 9,50%.
- Se estima que el PIB de México tenga un crecimiento en torno al 1,1% en 2025 y al 1,5% en 2026.

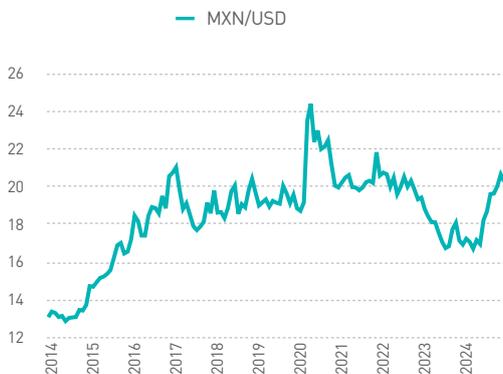
lo hizo en un -1,4%. El índice de indicadores adelantados del INEGI, como resumen de todo ello, muestra una economía en proceso de desaceleración. En este contexto, se estima que la economía mexicana crecería en 2025 en el entorno del 1,1%, y del 1,5% para 2026, aunque la previsión es altamente dependiente de las decisiones que en materia comercial adopte la nueva administración gubernamental en los Estados Unidos (véanse la Tabla 1.2.11 y las Gráficas 1.2.11-c y 1.2.11-d).

La inflación general en diciembre de 2024 fue del 4,2%. Los componentes de alimentación, transporte y energía crecieron un 4,5%, 4,9% y 5,7%, respectivamente. En su reunión de febrero, el Banco de México ha decidido bajar el tipo de interés de política monetaria en 50 puntos básicos, hasta 9,50%. La Junta de Gobierno del banco central consideró que hubo un significativo avance en la resolución del episodio

inflacionario, y que el combate a la inflación continuará con el objetivo de acercarla a la meta del 3,0%. Considera, asimismo, que un tipo de interés de referencia menor es consistente con la fase en que se encuentra el proceso de control inflacionario. La Junta de Gobierno estima que, hacia delante, podría continuar con la calibración de la postura monetaria y considerar ajustarla en otros 50 puntos básicos, previendo que el entorno inflacionario permita seguir con el ciclo de recortes, si bien manteniendo una postura restrictiva.

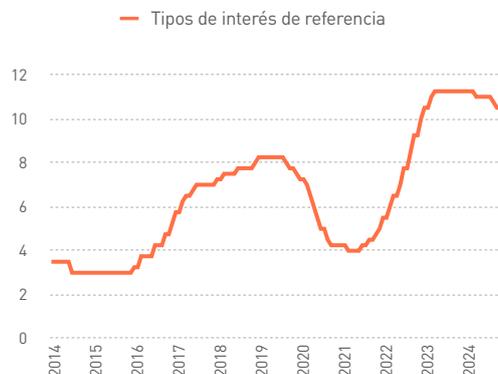
Los riesgos de corto plazo para la economía mexicana están principalmente relacionados con los posibles cambios de política económica de la nueva administración estadounidense, principalmente en lo relacionado a los potenciales aranceles a aplicar a las exportaciones hacia los Estados Unidos. Las tasas arancelarias inicialmente anunciadas se han suspendido hasta inicios de marzo, pero no es de descartar que a medio plazo se vuelvan a imponer, como ha ocurrido con la imposición de aranceles del 25% al acero y aluminio proveniente de todo el mundo hacia los Estados Unidos, los cuales abarcarían también a México y Canadá, a pesar de los términos previstos en el tratado comercial firmado por Estados Unidos con estos países (USMCA). Las cadenas de suministro de Norteamérica están altamente integradas, por lo que no sería de esperar una política rupturista, aunque los anuncios de aranceles puedan ser usados como herramienta de negociación.

Gráfica 1.2.11-a
México: tipo de cambio (MXN/USD)



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

Gráfica 1.2.11-b
México: tipos de interés de referencia (%)



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

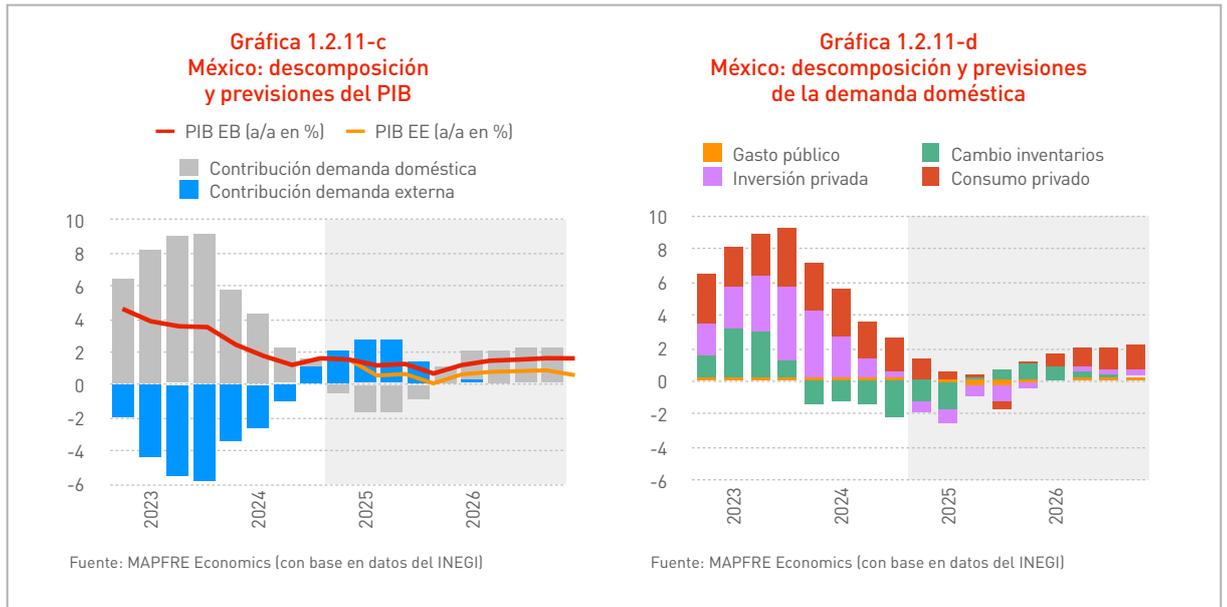


Tabla 1.2.11
México: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)	
PIB (% a/a)	-8,5	6,3	3,7	3,3	1,5	1,1	1,5	0,5	0,7	
Contribución de la demanda doméstica	-10,7	9,7	3,5	8,0	1,6	-0,8	1,4	-1,1	0,8	
Contribución de la demanda externa	2,1	-3,4	0,2	-4,8	-0,1	1,8	0,1	1,6	0,1	
Contribución del consumo privado	-6,8	5,8	3,3	2,9	2,2	0,1	1,2	0,1	0,3	
Contribución de la inversión total	-3,8	2,1	1,5	3,6	0,8	-0,6	0,2	-0,8	0,1	
Contribución del gasto público	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,2	-0,2	0,2	
Consumo privado (% a/a)	-10,0	8,6	4,8	4,2	3,1	0,2	1,7	0,2	1,5	
Gasto público (% a/a)	-0,7	-0,5	2,0	1,8	1,4	-2,0	1,9	-2,0	1,9	
Inversión total (% a/a)	-17,3	10,5	7,4	16,6	3,4	-3,4	1,0	-3,4	0,5	
Exportaciones (% a/a)	-7,2	7,3	9,6	-7,2	1,9	9,5	3,4	9,4	3,0	
Importaciones (% a/a)	-12,3	16,2	8,6	3,7	1,8	2,2	2,8	2,1	2,2	
Tasa de paro (% , último trimestre)	4,5	3,7	3,0	2,7	3,2	3,8	3,9	3,8	4,0	
Inflación (% a/a, media)	3,4	5,7	7,9	5,5	4,7	3,9	3,7	3,8	3,7	
Inflación (% a/a, último trimestre)	3,5	7,0	8,0	4,4	4,5	3,9	3,6	3,9	3,8	
Balance fiscal (% PIB)	-2,7	-2,9	-3,2	-3,4	-4,6	-3,0	-2,9	-3,0	-2,6	
Balance fiscal primario (% PIB)	0,1	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0	0,6	0,8	0,6	1,0	
Balance cuenta corriente (% PIB)	2,4	-0,3	-1,2	-0,3	-0,9	-0,2	-0,3	-0,2	-0,5	
Tipo de interés oficial (final período)	4,25	5,50	10,50	11,25	10,00	8,75	8,00	8,75	8,00	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4,47	5,86	10,97	11,48	10,63	8,50	7,18	8,45	7,26	
Tipo de interés a 10 años (final período)	5,23	7,57	9,02	8,99	10,46	8,35	8,02	8,31	8,02	
Tipo de cambio vs USD (final período)	19,88	20,50	19,49	16,97	20,83	20,42	20,72	21,16	21,86	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	24,40	23,22	20,79	18,75	21,64	21,45	21,88	21,97	22,93	
Crédito privado (% a/a, media)	5,1	-1,3	7,5	5,8	6,6	7,0	6,0	7,0	5,9	
Crédito familias (% a/a, media)	1,6	4,4	9,2	10,1	8,2	5,2	8,8	5,2	8,8	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	3,7	18,3	8,7	-2,6	6,4	13,7	14,7	13,8	14,7	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	17,1	18,2	18,8	23,9	25,8	24,9	24,7	24,9	24,6	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del INEGI)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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

1.2.12 Brasil

La moneda se revalúa, pero sigue muy depreciada frente a los valores de 2023.

En el tercer trimestre de 2024, la economía de Brasil creció un 0,9% intertrimestral (t/t) y un 4,0% interanual (a/a). Los componentes del PIB mostraron los siguientes crecimientos interanuales: el consumo privado aumentó un 5,5%, el consumo público creció un 1,3%, la inversión (medida por la formación bruta de capital fijo) se incrementó un 10,8%, las exportaciones de bienes y servicios subieron un 2,1%, mientras que las importaciones crecieron un 17,7%. El PMI compuesto de enero se situó en 48,2 puntos, en terreno de contracción, el manufacturero en 47,6 y el de servicios en 50,7 puntos. Las ventas al por menor crecieron un 4,7% en noviembre y la producción industrial lo hizo un 1,6%. La confianza del consumidor, medida por la Fundación Getulio Vargas (FGV), cayó abruptamente al 86,2 en enero. Conforme a este entorno, se estima que el crecimiento de la economía brasileña en 2025 se ubique en torno al 2,0% y que, para 2026, dicho crecimiento sea del 1,8% (véanse la Tabla 1.2.12 y las Gráficas 1.2.12-c y 1.2.12-d).

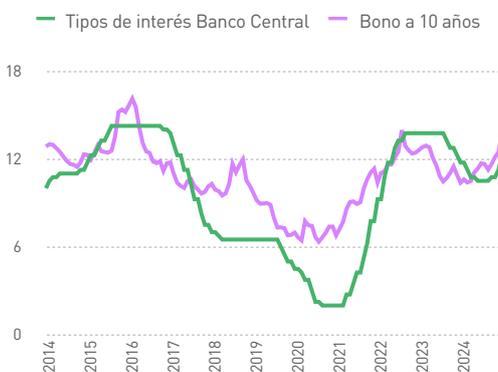
Por otra parte, la inflación de enero se situó en 4,5% moderándose 20 puntos básicos. Los componentes de alimentos, transporte y el combustible de automoción crecieron un 7,7%, 3,3% y un 10,0%, respectivamente. Así, la inflación promedio del año 2024 se situó en el

Brasil

- El real brasileño ha recuperado un 6% después de haber caído un 21% en 2024.
- Brasil está nuevamente en un ciclo de endurecimiento monetario.
- Es de esperar una desaceleración económica motivada por la restricción monetaria.
- Se prevé que el PIB brasileño crezca en el entorno del 2,0% en 2025 y del 1,8% en 2026.

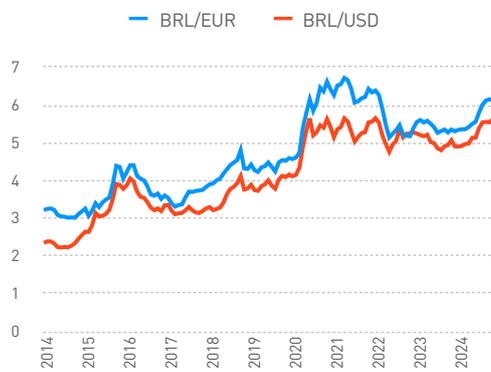
4,4%. El Banco Central de Brasil está en un ciclo monetario contrario al de la mayor parte de los países, y en su reunión de enero ha subido los tipos de interés en 100 puntos básicos, hasta el 13,25%. Persiste una asimetría alcista en el balance de riesgos para los escenarios prospectivos de inflación. El último escenario está marcado por un mayor desanclaje de las expectativas, un aumento de las previsiones, la resistencia de la actividad económica y las presiones en el mercado laboral, lo que exige mantener una política monetaria más restrictiva. El banco central considera que esta decisión es compatible con la estrategia de convergencia de la inflación hacia el objetivo en el horizonte considerado. Sin perjuicio de su objetivo fundamental de garantizar la estabilidad de precios, esta decisión implica también suavizar las fluctuaciones del nivel de actividad económica y fomentar el pleno empleo.

Gráfica 1.2.12-a
Brasil: tipos de interés Banco Central y bono a 10 años (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Central do Brasil)

Gráfica 1.2.12-b
Brasil: tipo de cambio vs dólar y euro (BRL/USD y BRL/EUR)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Central do Brasil)

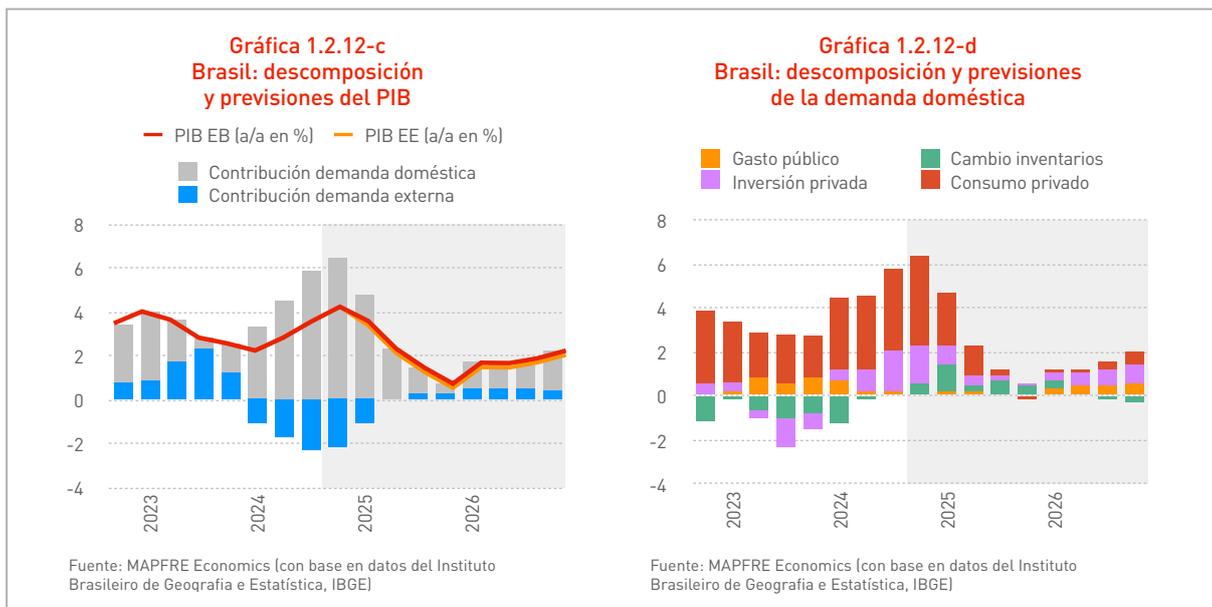


Tabla 1.2.12
Brasil: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)	
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
PIB (% a/a)	-3,6	5,1	3,1	3,2	3,2	2,0	1,8	1,8	1,6
Contribución de la demanda doméstica	-4,9	6,8	2,5	1,7	5,0	2,2	1,4	2,2	1,1
Contribución de la demanda externa	1,4	-1,7	0,6	1,5	-1,8	-0,2	0,5	-0,3	0,5
Contribución del consumo privado	-3,2	2,1	2,8	2,2	3,7	1,0	0,3	1,0	0,4
Contribución de la inversión total	-0,3	2,3	0,2	-0,5	1,3	0,4	0,6	0,4	0,6
Contribución del gasto público	-0,6	0,7	0,4	0,6	0,3	0,1	0,5	0,1	0,2
Consumo privado (% a/a)	-4,6	3,0	4,1	3,3	5,3	1,4	0,0	1,4	0,0
Gasto público (% a/a)	-3,7	4,2	2,1	3,8	1,8	0,8	1,1	0,8	1,1
Inversión total (% a/a)	-1,7	13,0	1,0	-2,9	7,2	2,3	2,4	2,3	2,4
Exportaciones (% a/a)	-2,7	4,9	6,2	8,9	2,7	-0,9	0,8	-0,9	0,7
Importaciones (% a/a)	-9,8	14,4	1,5	-1,1	13,2	1,7	0,9	1,7	0,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	14,9	11,7	8,3	7,8	6,3	7,0	7,7	7,0	7,7
Inflación (% a/a, media)	3,2	8,3	9,3	4,6	4,4	4,9	4,2	5,1	4,4
Inflación (% a/a, último trimestre)	4,3	10,5	6,1	4,7	4,8	4,8	3,3	5,1	3,6
Balance fiscal (% PIB)	-13,5	-4,1	-4,4	-8,2	-7,2	-7,8	-7,2	-7,8	-7,1
Balance fiscal primario (% PIB)	-9,3	0,7	1,2	-2,3	-0,6	-0,7	-0,3	-0,6	-0,2
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,7	-2,4	-2,1	-1,1	-2,5	-2,8	-2,8	-2,8	-2,8
Tipo de interés oficial (final período)	2,00	9,25	13,75	11,75	12,25	14,00	11,00	15,00	12,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	1,90	9,15	13,65	11,65	12,15	13,82	10,98	13,87	11,58
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,98	10,31	12,76	10,35	15,15	12,31	10,97	12,32	11,15
Tipo de cambio vs USD (final período)	5,20	5,58	5,22	4,84	6,19	5,74	5,70	5,90	5,89
Tipo de cambio vs Euro (final período)	6,38	6,32	5,56	5,35	6,43	6,02	6,02	6,12	6,18
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito familias (% a/a, media)	10,1	17,6	20,3	13,1	11,5	10,5	8,9	10,5	9,0
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)	19,1	21,9	20,0	19,2	18,7	18,4	18,4	18,4	18,3

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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

Los riesgos para un comportamiento peor de lo esperado de la economía incluyen una posible desaceleración global que afecte las exportaciones brasileñas, así como una devaluación del real. Por otro lado, factores que podrían sorprender positivamente incluyen una mejora en el mercado laboral, políticas gubernamentales de estímulo económico, la reducción de los tipos de interés y un aumento en la inversión extranjera directa.

1.2.13 Argentina

Progresos importantes en el control de la inflación.

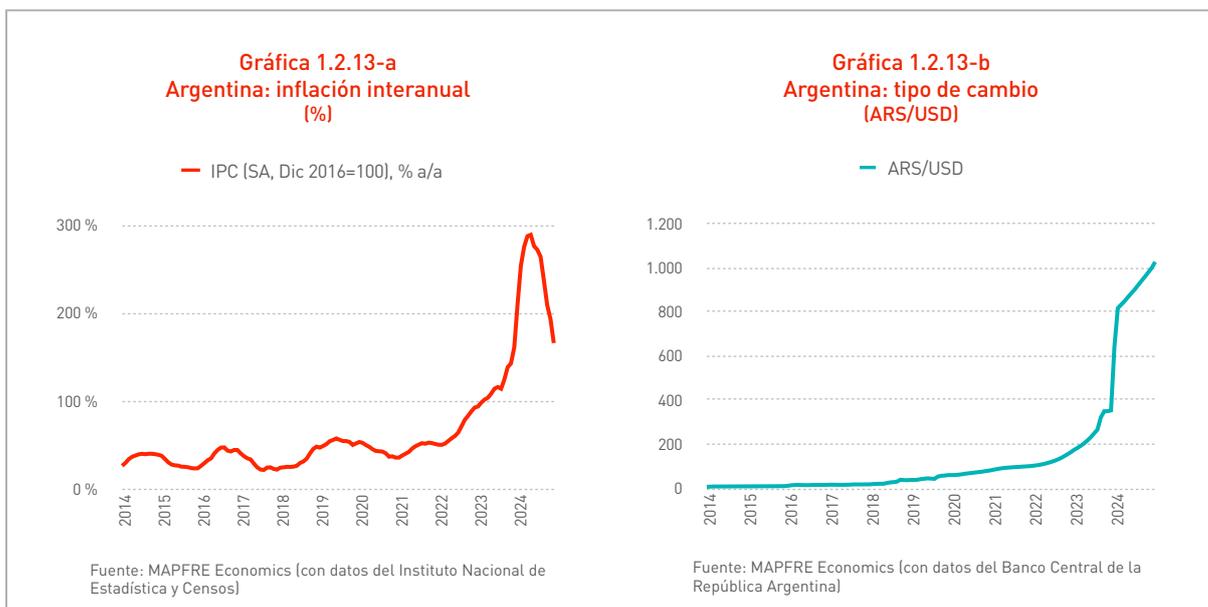
Con datos al tercer trimestre de 2024, la economía de Argentina se contrajo un -2,0% a/a, aunque creció un 3,9% t/t. Los componentes del PIB mostraron los siguientes crecimientos interanuales: el consumo privado disminuyó un -3,4%, el consumo público cayó un -4,1%, la inversión se redujo un -18,6%, las exportaciones crecieron un 19,7%, mientras que las importaciones disminuyeron un -12,1%. En cuanto a los indicadores económicos más recientes, las ventas al por menor muestran moderación, con una caída del 7,6% en supermercados y una subida del 1,0% en centros comerciales. La producción industrial sube un 5,7% en diciembre, en tanto que la confianza del consumidor, medida por la Universidad Torcuato Di Tella, está subiendo visiblemente, al 47,4 en enero. En este entorno, se prevé que la economía argentina, luego de una caída que se

Argentina

- La economía argentina estuvo aún en contracción en 2024, impulsada por el ajuste del gasto público.
- La inflación ha bajado del 25,5% mensual en diciembre de 2023 al 2,70% en diciembre de 2024.
- La estabilización del tipo de cambio es aún un desafío complicado.
- La estimación de crecimiento para la economía argentina es del 3,4% en 2025 y del 3,1% en 2026.

estima en torno al -2,3% en 2024, crezca 3,4% en 2025 y 3,1% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.13 y las Gráficas 1.2.13-c y 1.2.13-d).

Por otra parte, la inflación en Argentina en diciembre continuó su camino de moderación, alcanzando el 117%, desde los 166% de noviembre, aunque a nivel intermensual ha subido un 2,7% (desde el 2,4%). Los componentes de alimentos, transporte, electricidad y gas crecieron un 97,4%, 137% y 248%, respectivamente. De esta forma, la inflación promedio del año 2024 se situó en el 219,8%. El Banco Central de la República Argentina ha decidido, en su reunión de enero, bajar el tipo de interés de referencia (Leliq) en 300 puntos básicos, hasta el 29%. Esta decisión se apoya en la consolidación de las expectativas de bajada de la inflación, así como en nuevos avances en enero, cuando la variación anual fue del 84,5%, por debajo del 100% por primera vez en dos años.



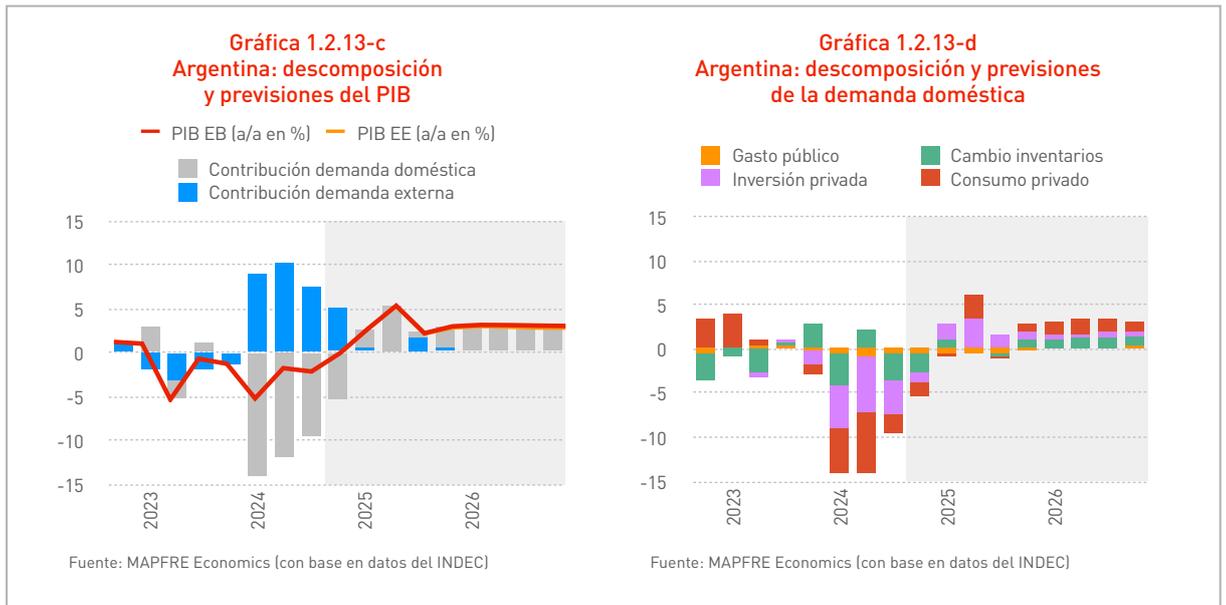


Tabla 1.2.13
Argentina: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
PIB (% a/a)	-9,9	10,4	5,3	-1,6	-2,3	3,4	3,1	3,3	2,9
Contribución de la demanda doméstica	-10,0	12,8	8,6	0,4	-10,2	2,6	3,3	2,5	2,9
Contribución de la demanda externa	0,1	-2,3	-3,3	-2,0	8,0	0,8	-0,2	0,8	-0,1
Contribución del consumo privado	-8,7	6,6	6,4	0,7	-4,0	0,7	1,5	0,6	1,2
Contribución de la inversión total	-2,2	5,6	2,2	-0,4	-4,0	2,0	0,5	1,9	0,4
Contribución del gasto público	-0,3	1,0	0,4	0,2	-0,6	-0,4	0,2	-0,4	0,2
Consumo privado (% a/a)	-12,2	9,5	9,4	1,0	-5,4	0,9	2,1	0,9	1,7
Gasto público (% a/a)	-2,0	7,1	3,0	1,5	-4,5	-3,2	1,7	-3,2	1,7
Inversión total (% a/a)	-13,1	34,0	11,2	-2,0	-19,1	11,3	2,7	11,1	2,0
Exportaciones (% a/a)	-17,4	8,5	4,6	-7,5	19,7	0,3	0,0	0,3	-0,2
Importaciones (% a/a)	-17,2	18,6	17,8	1,7	-14,9	-2,9	0,6	-2,9	0,2
Tasa de paro (% , último trimestre)	11,0	7,0	6,3	5,7	6,6	6,8	6,8	6,8	6,9
Inflación (% a/a, media)	42,0	48,4	72,4	133,5	219,8	46,7	26,0	52,0	31,0
Inflación (% a/a, último trimestre)	36,4	51,4	91,8	172,8	154,2	43,9	16,5	47,8	21,6
Balance fiscal (% PIB)	-8,4	-3,6	-3,8	-5,9	-0,3	-0,5	-1,3	-0,5	-1,3
Balance fiscal primario (% PIB)	-6,4	-2,1	-2,0	-2,7	1,7	1,1	0,7	1,1	0,8
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,7	1,4	-0,6	-3,2	0,9	1,1	0,9	1,1	0,9
Tipo de interés oficial (final período)	38,00	38,00	75,00	100,00	32,00	25,00	20,00	32,00	28,00
Tipo de interés a 3 meses (final período)	29,55	31,49	67,61	93,72	37,69	28,10	44,17	29,82	43,65
Tipo de interés a 10 años (final período)	14,74	18,65	26,69	23,69	15,01	20,75	19,59	21,28	20,43
Tipo de cambio vs USD (final período)	84,00	103,00	177,00	808,00	1032,00	1446,00	2330,00	1489,00	2419,00
Tipo de cambio vs Euro (final período)	103,00	116,00	189,00	893,00	1072,00	1518,00	2461,00	1547,00	2537,00
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)	22,9	34,6	60,4	108,6	207,2	93,2	71,7	93,1	71,0
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: 12 febrero 2025

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

El gobierno de Javier Milei ha implementado varias medidas de política económica para corregir las cuentas públicas y fomentar el crecimiento. Destaca la reducción del déficit fiscal, logrando un superávit primario durante once meses consecutivos, y la desaceleración de la inflación mensual, que pasó de un 25,5% en diciembre de 2023 a un 2,7% en diciembre de 2024. Además, se han eliminado varios impuestos federales y se ha promovido la competencia fiscal entre regiones para atraer inversiones. Los planes futuros incluyen continuar con la reducción del gasto público, fomentar la inversión extranjera directa y seguir desregulando la economía para ganar competitividad. Los factores que podrían mejorar el desempeño económico incluyen una mayor estabilidad política, el éxito en la implementación de reformas estructurales y un entorno global favorable para las exportaciones.

1.2.14 Colombia

La economía se estabiliza, pero los retos subsisten.

En el tercer trimestre de 2024, la economía de Colombia creció un 2,0% (a/a) y un 0,2% (t/t). El consumo privado aumentó un 1,9%, mientras que el consumo público decreció un -5,1%. La inversión se incrementó un 4,1%, en tanto que las exportaciones crecieron un 3,8% y las importaciones lo hicieron un 11,4%. En cuanto a los indicadores adelantados, el PMI manufacturero se situó en 53,4 puntos en enero, refle-

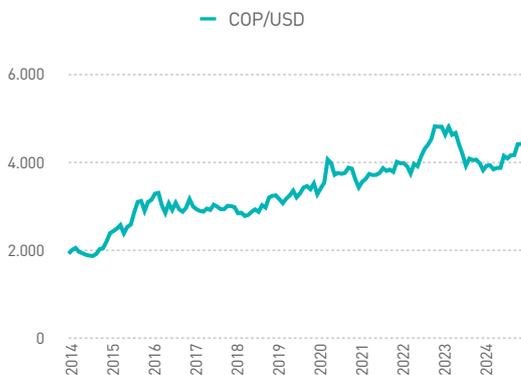
Colombia

- La producción industrial vuelve a caer y la inflación se estaciona en niveles en torno al 5%.
- Salvo por el año de la pandemia, el déficit fiscal del 6,8% en 2024 es el mayor desajuste en 20 años.
- La previsión de crecimiento del PIB de Colombia se sitúa en el 2,5% para 2025 y en el 3,0% para 2026.

jando una mejora en las perspectivas manufactureras. Las ventas minoristas crecieron un 10,3% en noviembre, aunque la producción industrial mostró una caída del -0,8% en noviembre. Conforme a este entorno, se estima que la economía colombiana crecerá un 2,5% en 2025 y un 3,0% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.14 y las Gráficas 1.2.14-c y 1.2.14-d).

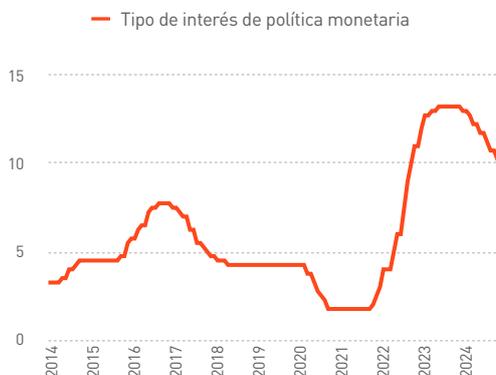
Por otra parte, la inflación en enero alcanzó 5,2%, con la alimentación, transporte, alojamiento y suministros subiendo un 4,5%, 4,9% y 6,5%, respectivamente. El Banco de la República de Colombia dejó sin cambios los tipos de interés en 9,50% en la reunión de enero. El banco central considera que han surgido nuevos elementos en los frentes interno y externo que tornan más exigente el reto de continuar avanzando en la convergencia de la inflación hacia la meta. Por ello, estima que, con el fin de evi-

Gráfica 1.2.14-a
Colombia: tipo de cambio (COP/USD)



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

Gráfica 1.2.14-b
Colombia: tipo de interés de política monetaria (%)



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

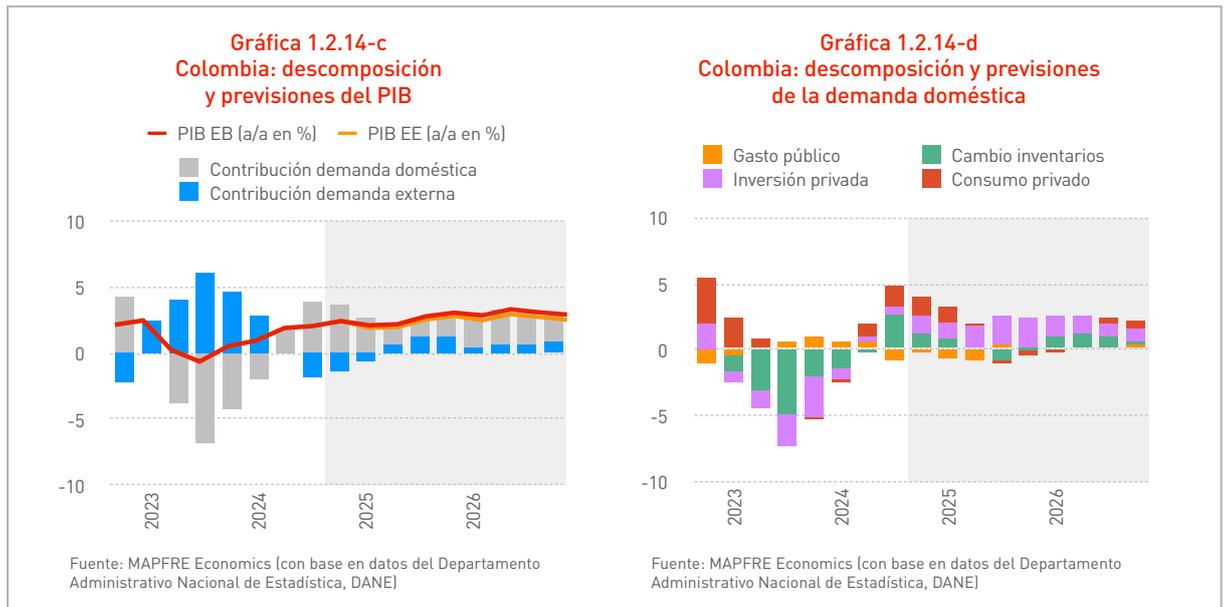


Tabla 1.2.14
Colombia: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base [EB]		Estresado [EE]		
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)	
PIB (% a/a)	-7,2	10,8	7,3	0,6	1,8	2,5	3,0	2,3	2,6	
Contribución de la demanda doméstica	-8,4	14,2	11,0	-3,8	1,9	1,9	2,4	1,8	2,0	
Contribución de la demanda externa	1,2	-3,4	-3,7	4,4	-0,1	0,6	0,6	0,4	0,6	
Contribución del consumo privado	-3,5	10,5	7,9	0,6	0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	
Contribución de la inversión total	-5,2	3,0	2,2	-1,9	0,4	1,8	1,3	1,8	0,9	
Contribución del gasto público	-0,1	1,7	0,1	0,3	0,0	-0,2	0,2	-0,2	0,3	
Consumo privado (% a/a)	-5,0	14,7	10,7	0,8	1,2	0,2	0,3	0,1	0,1	
Gasto público (% a/a)	-0,8	9,8	0,8	1,6	-0,1	-1,5	1,4	-1,4	1,8	
Inversión total (% a/a)	-23,6	16,7	11,5	-9,5	2,4	10,0	8,2	9,9	8,0	
Exportaciones (% a/a)	-22,5	14,6	12,3	3,4	3,3	1,3	1,8	1,3	1,8	
Importaciones (% a/a)	-20,1	26,7	23,6	-15,0	2,4	-0,3	-1,7	-0,3	-1,8	
Tasa de paro (% , último trimestre)	15,5	12,6	10,8	10,4	10,0	9,8	9,9	9,9	10,0	
Inflación (% a/a, media)	2,5	3,5	10,2	11,7	6,6	4,5	3,5	4,9	3,8	
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,6	5,2	12,6	10,0	5,2	4,5	3,1	5,0	3,5	
Balance fiscal (% PIB)	-7,8	-7,0	-5,3	-4,3	-5,5	-4,9	-3,8	-4,9	-3,6	
Balance fiscal primario (% PIB)	-5,0	-3,6	-1,0	-0,3	-1,3	-0,8	-0,9	-0,8	-0,7	
Balance cuenta corriente (% PIB)	-3,4	-5,6	-6,1	-2,4	-2,0	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	
Tipo de interés oficial (final período)	1,75	3,00	12,00	13,00	9,50	7,50	6,25	8,00	6,75	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Tipo de interés a 10 años (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Tipo de cambio vs USD (final período)	3.433	3.981	4.810	3.822	4.409	4.319	4.371	4.453	4.565	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4.212	4.509	5.131	4.223	4.850	4.820	4.907	4.623	4.788	
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)	-25,8	82,1	5,0	-32,9	10,5	8,7	6,3	8,6	6,3	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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

tar poner en riesgo lo alcanzado hasta ahora, es necesario monitorear y evaluar las recientes presiones inflacionarias y mantener la cautela en las decisiones de política monetaria.

Aunque los riesgos para las perspectivas económicas siguen siendo elevados y a la baja, los fundamentos económicos muy sólidos de Colombia, sus políticas y marcos de políticas apoyan su resiliencia. En el frente externo, los riesgos provienen de condiciones financieras globales aún estrictas y de interrupciones en las cadenas de suministro, lo que podría afectar negativamente el crecimiento y la inflación. A nivel interno, una demanda privada más débil, una inadecuada calibración de las políticas o incertidumbres en las reformas podrían obstaculizar la actividad económica o llevar a una mayor inflación.

1.2.15 Chile

La actividad económica retoma el dinamismo.

Con datos al tercer trimestre de 2024, la economía de Chile se expandió un 2,3% y un 0,7% t/t. El consumo privado creció un 1,0% a/a, mientras que el consumo público aumentó un 5,3%. La inversión registró una disminución del -0,2% a/a y las exportaciones crecieron un 6,4%. Por lo que se refiere a los indicadores adelantados de actividad, las ventas minoristas aumentaron un 6,4% y la producción industrial aumentó un 8,8% en diciembre, en tanto

Chile

- La economía chilena aceleró su ritmo en el tercer trimestre de 2024, con un crecimiento del 2,3%.
- La inflación interanual se sitúa en 4,9% en enero y los tipos de interés de política monetaria han bajado al 5,00%.
- Se estima que el PIB de Chile crecerá en el entorno del 2,2% en 2025 y del 2,4% en 2026.

que la confianza del consumidor se ubicó en 36,8 puntos en enero. En este contexto, se prevé que la economía chilena se expanda en torno al 2,2% en 2025 y al 2,4% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.15 y las Gráficas 1.2.15-c y 1.2.15-d).

La inflación, por otra parte, alcanzó 4,9%, con los precios de la alimentación creciendo un 3,0% y los del transporte un 3,1%, aunque la electricidad, gas y otros combustibles han subido un 29,7%. En su última reunión, el Banco Central de Chile decidió mantener el tipo de interés de referencia en 5,00%. Los riesgos de inflación han aumentado, lo que refuerza la necesidad de prudencia. El banco central evaluará los futuros movimientos teniendo en cuenta la evolución del escenario macroeconómico y sus implicaciones para la convergencia de la inflación del 3% en el horizonte de dos años.

Gráfica 1.2.15-a
Chile: tipo de cambio (CHL/USD)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Central de Chile)

Gráfica 1.2.15-b
Chile: tipo de interés de política monetaria (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Central de Chile)

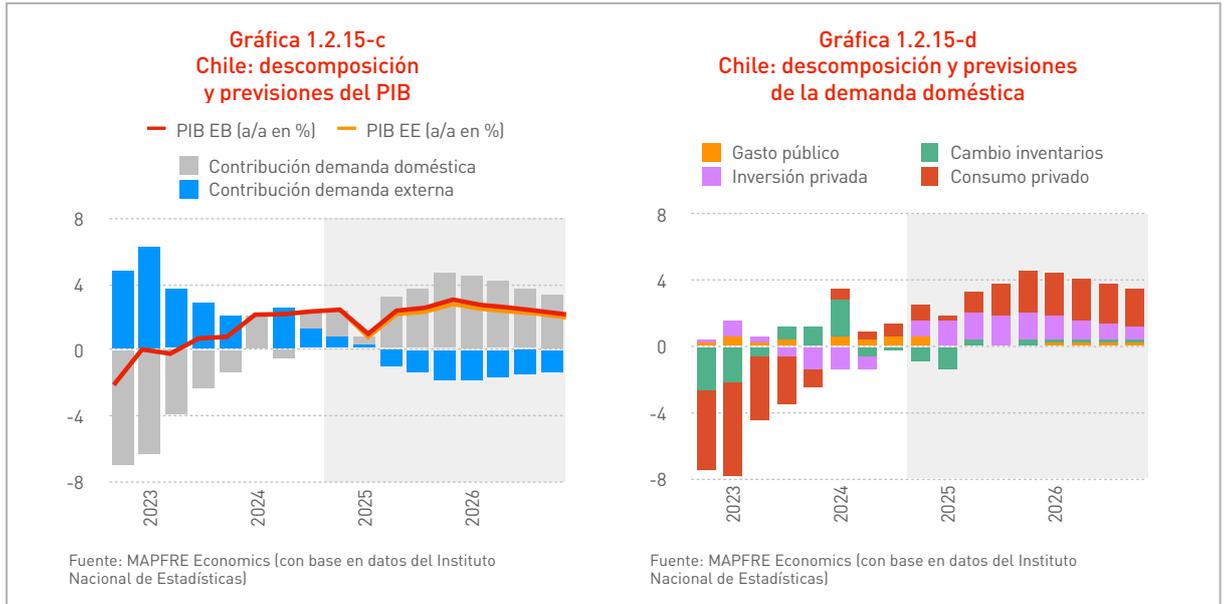


Tabla 1.2.15
Chile: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base [EB]		Estresado [EE]	
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
PIB [% a/a]	-6,4	11,6	2,1	0,3	2,2	2,2	2,4	2,0	2,2
Contribución de la demanda doméstica	-9,7	20,5	2,5	-3,4	1,1	3,0	3,9	2,9	3,5
Contribución de la demanda externa	3,3	-9,0	-0,4	3,7	1,2	-0,9	-1,5	-0,9	-1,2
Contribución del consumo privado	-4,7	13,0	1,1	-3,4	0,7	1,5	2,5	1,5	2,3
Contribución de la inversión total	-2,7	3,6	1,0	-0,2	-0,3	1,6	1,0	1,6	0,9
Contribución del gasto público	-0,5	2,0	1,1	0,4	0,5	0,0	0,2	0,0	0,2
Consumo privado [% a/a]	-7,6	21,2	1,6	-5,2	1,1	2,5	4,8	2,4	4,6
Gasto público [% a/a]	-3,5	13,2	7,1	2,2	3,3	0,2	1,3	0,2	1,3
Inversión total [% a/a]	-11,1	15,9	4,2	-0,7	-1,3	7,1	4,1	7,0	3,8
Exportaciones [% a/a]	-1,3	-1,4	1,0	0,2	5,7	3,2	1,0	3,2	0,8
Importaciones [% a/a]	-12,6	31,7	2,0	-11,6	1,0	6,3	6,2	6,2	5,6
Tasa de paro (% , último trimestre)	10,9	7,6	8,3	8,9	8,9	7,6	6,6	7,6	6,7
Inflación (% a/a, media)	3,0	4,5	11,6	7,3	3,9	4,2	3,2	4,5	3,8
Inflación (% a/a, último trimestre)	2,9	6,6	13,0	4,0	4,5	3,7	2,9	4,2	3,5
Balance fiscal (% PIB)	-7,3	-7,7	1,1	-2,4	-3,3	-1,1	-0,8	-1,1	-0,7
Balance fiscal primario (% PIB)	-6,3	-6,9	2,1	-1,3	-2,1	0,1	0,3	0,1	0,4
Balance cuenta corriente (% PIB)	-1,9	-7,3	-8,6	-3,5	-1,8	-2,4	-3,2	-2,7	-3,9
Tipo de interés oficial (final período)	0,50	4,00	11,25	8,25	5,00	4,50	4,25	4,75	4,50
Tipo de interés a 3 meses (final período)	-0,32	4,04	9,54	7,99	4,93	4,14	3,95	4,17	3,93
Tipo de interés a 10 años (final período)	2,65	5,65	5,32	5,30	5,95	5,66	5,32	5,56	5,32
Tipo de cambio vs USD (final período)	711	850	860	885	992	950	915	977	951
Tipo de cambio vs Euro (final período)	873	963	917	977	1.031	997	967	1.014	997
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)	4,9	6,3	13,2	9,1	5,7	5,3	8,8	5,3	8,8
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	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)	12,3	7,8	-1,2	7,6	8,2	5,0	9,1	5,0	9,0

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del Instituto Nacional de Estadísticas)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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

Los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante el cierre de la economía de 2020-2021 como producto de la pandemia se han resuelto en gran medida, aunque la débil inversión y el bajo crecimiento potencial están limitando la convergencia de ingresos con las economías avanzadas. Las prioridades políticas se han desplazado hacia buscar que la economía sea más dinámica, pero el gobierno está luchando por aprobar reformas en un parlamento fragmentado. Asimismo, el referéndum de diciembre que rechazó el borrador de la constitución parece haber reducido la incertidumbre persistente.

1.2.16 Perú

La economía parece retomar altos crecimientos.

En el tercer trimestre de 2024, la economía de Perú mostró un crecimiento del 3,8%. El consumo privado se incrementó un 3,5%, mientras que el consumo público lo hizo un 4,1%. La inversión registró un incremento del 6,6%, en tanto que las exportaciones crecieron un 10,4% y las importaciones un 8,0%. Las encuestas sobre la situación económica muestran un indicador en 55,8 puntos, y de 52,6 puntos en lo referente a las perspectivas para dentro de tres meses. La producción industrial aumentó un 3,9% en noviembre, mientras que el índice económico adelantado se sitúa en 0,27 en noviembre, encadenando un año de mejoras. Conforme a este entorno, se estima un crecimiento del

Perú

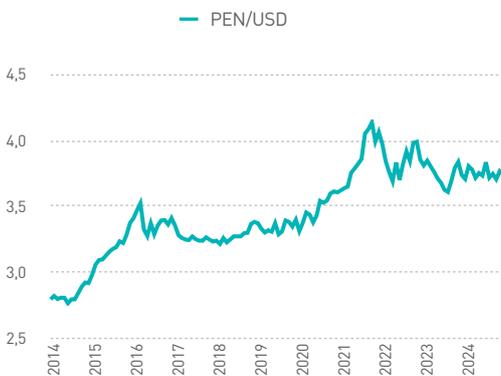
- El PIB se incrementó un 3,8%, en el tercer trimestre del 2024.
- La inflación baja al 1,9% y ha alcanzado el objetivo del banco central.
- El buen comportamiento de los precios del oro y cobre benefician las exportaciones peruanas.
- La previsión de crecimiento para la economía de Perú se sitúa en el 2,8% en 2025 y 2,9% en 2026.

PIB peruano del 2,8% para 2025 y del 2,9% para 2026 (véanse la Tabla 1.2.16 y las Gráficas 1.2.16-c y 1.2.16-d).

La inflación en Perú en enero fue del 1,9%, bajando del 2% del mes anterior. Así, en promedio, la inflación en 2024 ha sido del 2,4%. El Banco Central de Reserva del Perú ha reducido el tipo de interés de referencia en 25 puntos básicos, situándolo en 4,75%; de esta forma, el tipo de interés se acerca al nivel estimado como neutral. Los futuros ajustes del tipo de referencia dependerán de la nueva información sobre la inflación y sus determinantes.

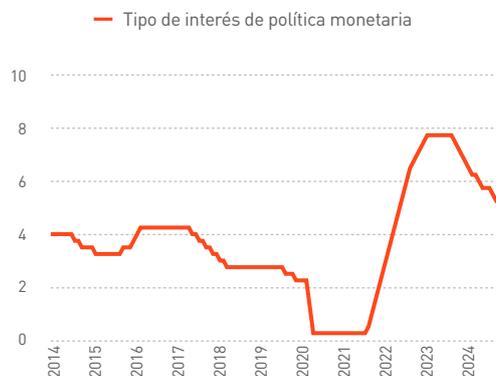
Los principales riesgos de corto plazo para la economía de Perú incluyen la incertidumbre política y la volatilidad de los precios de las materias primas. A nivel externo, los riesgos incluyen un débil crecimiento de los socios comerciales y un fuerte endurecimiento de las condi-

Gráfica 1.2.16-a
Perú: tipo de cambio (PEN/USD)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Central de Reserva del Perú)

Gráfica 1.2.16-b
Perú: tipo de interés de política monetaria (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Banco Central de Reserva del Perú)

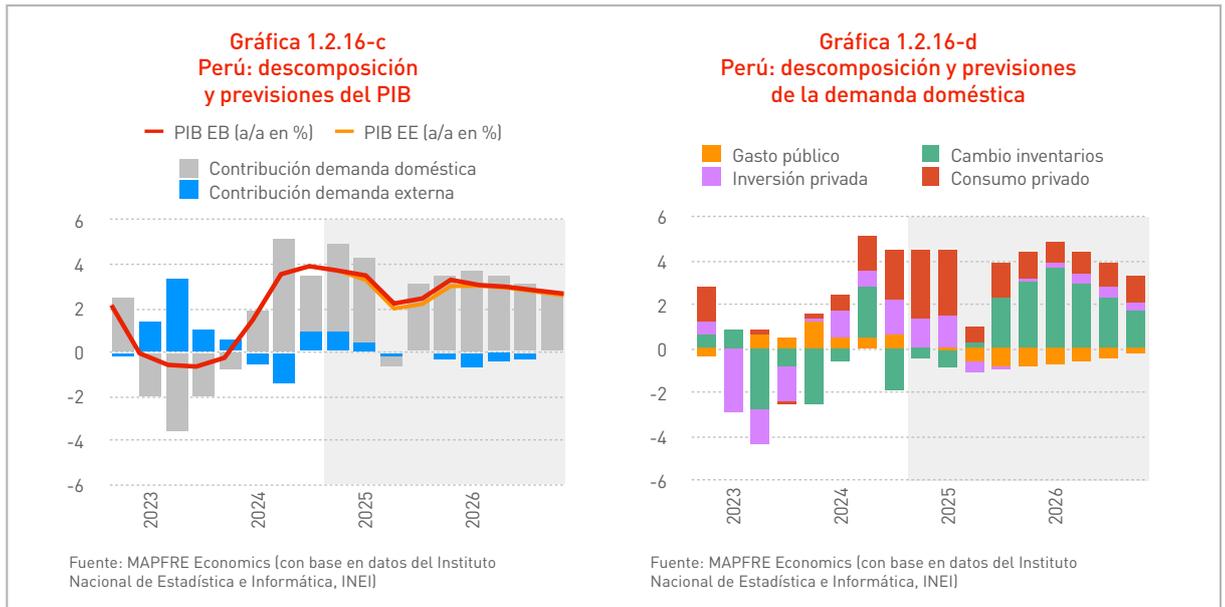


Tabla 1.2.16
Perú: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)	
PIB (% a/a)	-10,9	13,4	2,8	-0,4	3,1	2,8	2,9	2,6	2,8	
Contribución de la demanda doméstica	-9,9	15,0	2,5	-2,1	3,4	2,5	3,2	2,4	3,0	
Contribución de la demanda externa	-1,6	-0,9	0,4	1,6	0,0	0,0	-0,4	0,1	-0,2	
Contribución del consumo privado	-6,3	8,1	2,3	0,1	1,9	1,6	1,1	1,6	1,4	
Contribución de la inversión total	-4,2	8,1	0,1	-1,5	1,2	0,2	0,3	0,2	0,3	
Contribución del gasto público	0,9	0,8	0,0	0,6	0,4	-0,6	-0,5	-0,6	0,2	
Consumo privado (% a/a)	-9,7	12,3	3,6	0,1	2,9	2,5	1,7	2,5	1,5	
Gasto público (% a/a)	7,2	5,4	-0,1	4,3	3,1	-4,1	-3,5	-4,1	-3,5	
Inversión total (% a/a)	-18,2	38,3	0,6	-5,9	5,1	1,0	1,4	0,9	1,2	
Exportaciones (% a/a)	-20,0	13,8	5,4	5,0	4,4	3,1	3,9	3,1	3,7	
Importaciones (% a/a)	-15,4	18,0	3,9	-1,5	4,7	3,4	5,6	3,3	5,3	
Tasa de paro (% , último trimestre)	13,9	7,9	7,1	6,4	6,6	6,6	6,6	6,6	6,7	
Inflación (% a/a, media)	1,8	4,0	7,9	6,3	2,4	2,1	2,4	2,6	2,5	
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,9	6,0	8,4	3,7	2,1	2,7	2,7	3,3	2,8	
Balance fiscal (% PIB)	-8,9	-2,5	-1,7	-2,8	-3,3	-2,0	-0,8	-2,0	-0,7	
Balance fiscal primario (% PIB)	-7,3	-1,0	-0,1	-1,1	-1,3	0,2	1,3	0,2	1,4	
Balance cuenta corriente (% PIB)	0,9	-2,1	-4,0	0,8	1,2	-0,4	-1,2	-0,5	-1,3	
Tipo de interés oficial (final período)	0,25	2,50	7,50	6,75	5,00	4,25	4,25	4,50	4,50	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Tipo de interés a 10 años (final período)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Tipo de cambio vs USD (final período)	3,60	4,02	3,89	3,78	3,76	3,85	3,88	3,95	4,02	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	4,42	4,56	4,15	4,18	4,13	4,30	4,36	4,10	4,22	
Crédito privado (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito familias (% a/a, media)	2,4	1,3	14,9	9,9	1,9	5,5	8,3	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 Instituto Nacional de Estadística e Informática, INEI)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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

ciones financieras mundiales. La probada resiliencia macroeconómica de Perú se ve reforzada por unos colchones muy sólidos que incluyen una deuda pública relativamente baja, abundantes reservas internacionales y acceso a los mercados internacionales de capital en condiciones favorables, pero las perspectivas siguen siendo inciertas.

1.2.17 China

Hay signos de debilidad y potenciales riesgos para la estabilidad financiera.

Con datos al cuarto trimestre de 2024, la economía de China creció un 5,4% a/a y un 1,6% t/t. Se estima que el consumo privado haya crecido un 4,8%, el consumo público un 9,6%, y que la inversión haya decrecido un -3,8%. Por otra parte, se estima que las exportaciones habrán crecido un 11,9%, mientras que las importaciones habrían aumentado un 1,1%. El PMI compuesto de China se situó en 51,1 puntos en enero, el manufacturero 50,1, de servicios alcanzó 51,0 puntos, todos ellos más moderados que en meses anteriores, indicando una cierta desaceleración de la actividad económica. Otros indicadores, como las ventas al por menor, crecieron un 3,7%, mientras que la producción industrial aumentó un 6,2% y la confianza del consumidor se mantuvo estable en 86,4 puntos. En este marco, se prevé que la economía china crezca en torno al 4,3% en 2025 y al 4,0% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.17 y las Gráficas 1.2.17-c y 1.2.17-d).

China

- El gobierno va a activar ayudas para paliar los problemas del sector inmobiliario.
- Se pretende apoyar el crecimiento económico y proteger el sector financiero del contagio desde el sector inmobiliario.
- Habrá que valorar los efectos de los aranceles a las exportaciones hacia y desde los Estados Unidos.
- Se estima que el crecimiento del PIB chino se sitúe en el 4,3% en 2025 y en el 4,0% en 2026.

Por otra parte, la inflación está en niveles bajos, ubicándose en el 0,5%, reflejo de cierta desaceleración en la demanda, mientras que la inflación subyacente se situó en el 0,62%. La política monetaria en China se controla principalmente a través de las reservas requeridas a los bancos, que se sitúan en el 9,50%. Con respecto a las tasas equivalentes a las que se miran en Occidente, la tasa de depósito se sitúa en el 1,50% y la tasa de repo a 7 días se ubica en el 1,80%. Además, el gobierno ha implementado medidas de estímulo para estabilizar el mercado inmobiliario, las finanzas regionales y evitar un posible contagio a bancos y mercados. Estas medidas incluyen la reducción de las tasas hipotecarias, el aumento de la financiación para instituciones financieras y el apoyo a las empresas estatales locales para adquirir viviendas comerciales no vendidas.

Gráfica 1.2.17-a
China: tipos de interés préstamos preferentes a 1 año del Banco Central



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del People's Bank of China)

Gráfica 1.2.17-b
China: tipo de cambio (USD/CNY, fin de período)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos de la State Administration of Foreign Exchange)

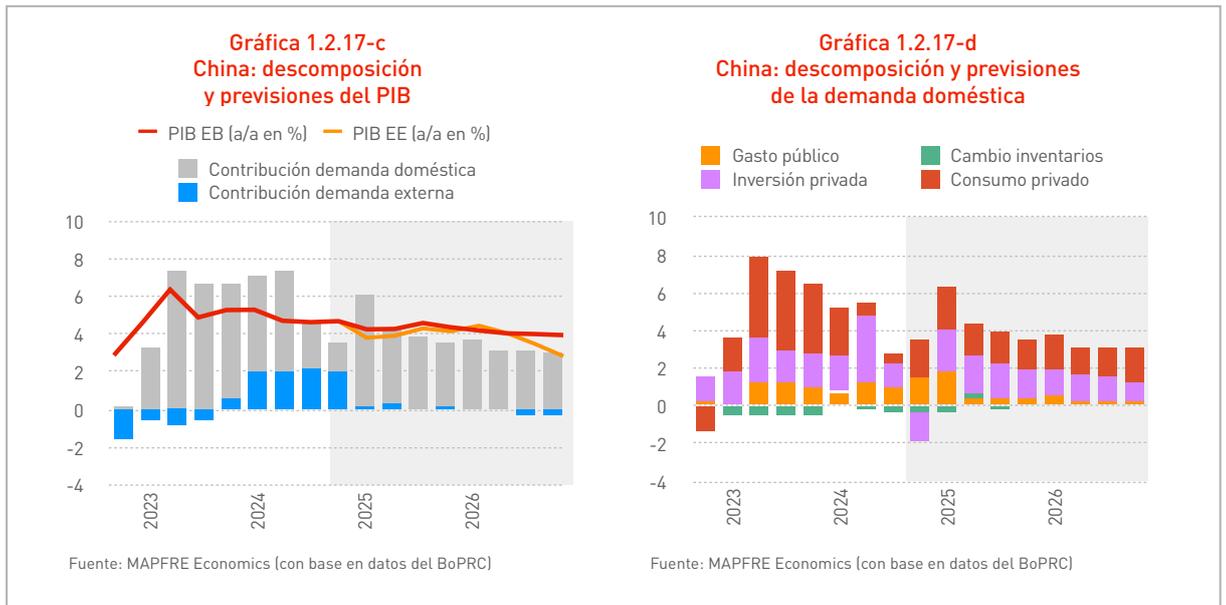


Tabla 1.2.17
China: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base (EB)		Estresado (EE)		
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)	
PIB (% a/a)	2,2	8,5	3,0	5,2	4,8	4,3	4,0	4,0	3,6	
Contribución de la demanda doméstica	1,6	6,6	2,6	5,9	3,5	4,2	3,2	3,9	2,8	
Contribución de la demanda externa	0,7	2,3	0,7	-0,3	2,0	0,2	-0,2	0,2	-0,1	
Contribución del consumo privado	-1,0	4,6	0,3	3,5	1,4	1,8	1,6	1,6	1,5	
Contribución de la inversión total	1,3	1,3	1,3	1,9	1,2	1,9	1,3	1,7	0,9	
Contribución del gasto público	0,8	0,3	0,9	0,9	1,1	0,7	0,3	0,7	0,3	
Consumo privado (% a/a)	-2,4	12,1	0,9	9,2	3,4	4,5	4,1	4,5	3,9	
Gasto público (% a/a)	4,6	1,6	5,6	5,4	6,7	4,3	1,9	4,3	1,9	
Inversión total (% a/a)	3,1	3,2	3,1	4,7	3,1	4,7	3,2	5,1	2,4	
Exportaciones (% a/a)	1,9	18,9	-0,5	2,3	12,5	2,7	1,5	2,9	1,4	
Importaciones (% a/a)	-1,9	7,8	-5,2	5,1	2,5	2,7	3,4	2,7	3,0	
Tasa de paro (% , último trimestre)	3,5	3,2	3,5	3,4	3,3	3,3	3,5	3,3	3,6	
Inflación (% a/a, media)	2,5	0,9	2,0	0,2	0,2	0,7	1,3	0,9	1,9	
Inflación (% a/a, último trimestre)	0,1	1,8	1,8	-0,3	0,2	1,0	1,5	1,3	2,3	
Balance fiscal (% PIB)	-8,6	-5,2	-7,4	-7,0	-8,4	-9,6	-10,4	-9,5	-10,3	
Balance fiscal primario (% PIB)	-7,6	-4,3	-6,5	-6,1	-7,5	-8,6	-9,4	-8,6	-9,3	
Balance cuenta corriente (% PIB)	1,7	2,0	2,5	1,4	1,9	2,6	2,2	2,6	2,4	
Tipo de interés oficial (final período)	3,00	3,00	2,75	2,50	2,00	1,50	1,25	1,25	1,25	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	2,76	2,50	2,42	2,53	1,69	1,48	1,41	1,43	1,30	
Tipo de interés a 10 años (final período)	3,14	2,78	2,84	2,56	1,68	1,59	1,80	1,46	1,80	
Tipo de cambio vs USD (final período)	6,52	6,35	6,90	7,10	7,30	7,42	7,41	7,68	7,80	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	8,00	7,19	7,36	7,84	7,58	7,79	7,83	7,97	8,18	
Crédito privado (% a/a, media)	13,1	12,3	11,1	11,4	8,6	7,7	7,5	8,2	7,2	
Crédito familias (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	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)	32,9	30,2	31,4	28,4	30,1	31,1	32,1	31,1	32,0	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos del BoPRC)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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

La economía de China ha permanecido resiliente a pesar de la debilidad continua en el sector inmobiliario. Las autoridades han tomado medidas de apoyo a dicho sector y evitar así potenciales contagios al sector financiero, pero se necesita un enfoque integral y equilibrado para gestionar los desafíos que enfrenta la economía china. La inflación ha sido baja en los últimos trimestres y se espera que aumente gradualmente a medida que se cierre la brecha de producción y disminuya el impacto negativo de los precios más bajos de las materias primas. Las prioridades inmediatas son facilitar un ajuste más eficiente y menos costoso del sector inmobiliario y proporcionar un apoyo macroeconómico adecuado en medio de la continua debilidad y los elevados riesgos a la baja. Abordar el exceso de deuda, prevenir la acumulación de nuevos riesgos y fomentar un crecimiento de alta calidad y sostenible requiere reformas estructurales integrales. La imposición de aranceles a las exportaciones hacia los Estados Unidos, será un tema delicado para el tejido industrial y la economía en general.

1.2.18 Indonesia

Dinamismo económico con inflación controlada.

En el cuarto trimestre de 2024, la economía de Indonesia creció un 5,0% a/a, aunque se contrajo un -0,5% t/t. El consumo privado aumentó un 4,9%, mientras que el consumo público se

Indonesia

- La economía indonesia mantiene un dinámico crecimiento, con la inversión creciendo por el optimismo en el futuro.
- La inflación, al 0,8%, muestra una clara desaceleración.
- La previsión de crecimiento de la economía indonesia se sitúa en el 4,9% en 2025 y en el 5,0% en 2026.

contrajo un 4,2%. La inversión creció un 5,0%, en tanto que las exportaciones aumentaron un 7,6%, y las importaciones un 10,3%, reflejando una demanda interna robusta. El PMI manufacturero se situó en 51,9 puntos, indicando fortaleza, mientras que el PMI recabado por el Banco de Indonesia en todas las componentes está por encima de 50 puntos, excepto el del empleo que mejora y se le acerca. Otros indicadores, como las ventas al por menor, crecieron un 1,0% en diciembre. En este contexto, se prevé que la economía indonesia crezca en torno al 4,9% en 2025 y al 5,0% en 2026 (véanse la Tabla 1.2.18 y las Gráficas 1.2.18-c y 1.2.18-d).

La inflación de enero bajó al 0,8%, desde el 1,6%. Esta reducción se debe a los precios administrados que se redujeron un 6,4%, y los gastos relacionados con alojamiento y sus suministros que disminuyeron un 8,8%. Asimismo, la inflación subyacente se situó en el

Gráfica 1.2.18-a
Indonesia: tipo de cambio (PEN/USD)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Bank Sentral Republik Indonesia)

Gráfica 1.2.18-b
Indonesia: tipo de interés de política monetaria (%)



Fuente: MAPFRE Economics (con datos del Bank Sentral Republik Indonesia)

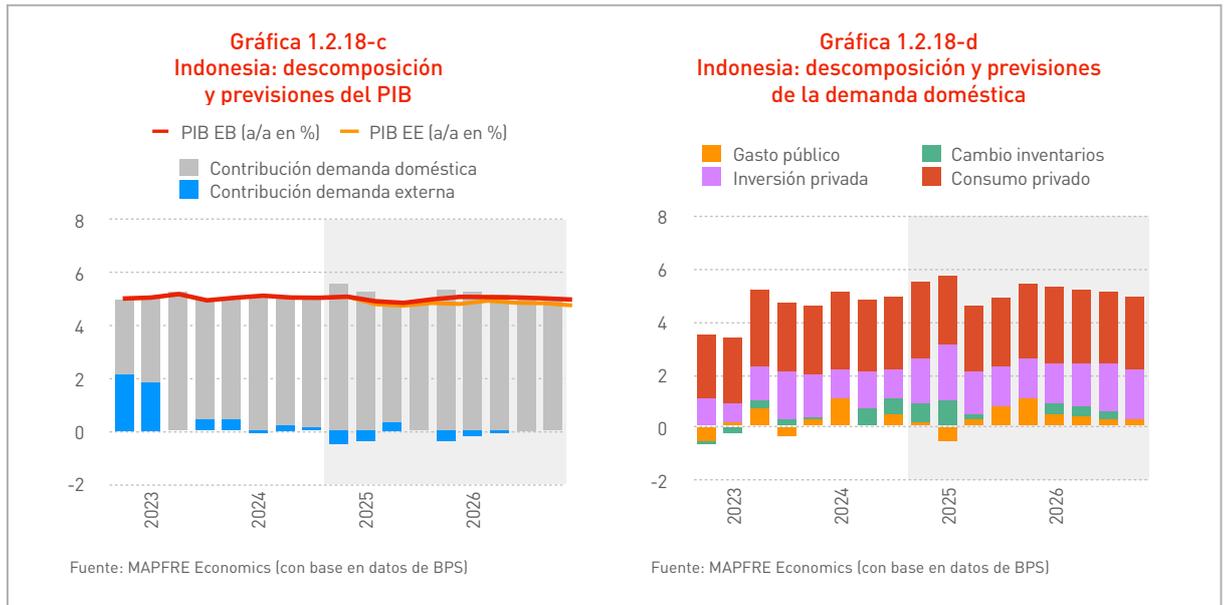


Tabla 1.2.18
Indonesia: principales agregados macroeconómicos

	2020	2021	2022	2023	2024 ^(e)	Base [EB]		Estresado [EE]		
						2025 ^(p)	2026 ^(p)	2025 ^(p)	2026 ^(p)	
PIB (% a/a)	-2,1	3,7	5,3	5,0	5,0	4,9	5,0	4,8	4,8	
Contribución de la demanda doméstica	-3,6	4,1	4,6	4,4	5,1	4,6	4,4	4,5	4,1	
Contribución de la demanda externa	1,5	-0,4	0,8	0,7	0,0	0,3	0,6	0,3	0,6	
Contribución del consumo privado	-1,5	1,1	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	
Contribución de la inversión total	-1,6	1,2	1,2	1,4	1,4	1,5	1,6	1,5	1,5	
Contribución del gasto público	0,2	0,3	-0,4	0,2	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	
Consumo privado (% a/a)	-2,7	2,0	5,0	4,9	5,2	5,1	5,1	5,1	4,8	
Gasto público (% a/a)	2,1	4,3	-4,5	2,9	5,9	5,2	4,4	5,2	4,5	
Inversión total (% a/a)	-5,0	3,8	3,9	4,4	4,6	4,8	5,2	4,7	4,8	
Exportaciones (% a/a)	-8,4	18,0	16,2	1,3	5,0	5,3	5,3	5,3	5,1	
Importaciones (% a/a)	-17,6	24,9	15,0	-1,6	6,2	4,6	3,5	4,6	3,1	
Tasa de paro (% , último trimestre)	6,7	6,2	5,7	5,1	5,0	4,9	4,8	4,9	5,0	
Inflación (% a/a, media)	2,0	1,6	4,1	3,7	2,3	2,4	2,5	2,6	2,8	
Inflación (% a/a, último trimestre)	1,6	1,8	5,5	2,8	1,9	2,7	2,5	3,2	2,8	
Balance fiscal (% PIB)	-6,2	-4,6	-2,4	-1,7	-2,8	-2,6	-2,1	-2,6	-2,1	
Balance fiscal primario (% PIB)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Balance cuenta corriente (% PIB)	-0,4	0,3	1,0	-0,2	-0,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	
Tipo de interés oficial (final período)	3,75	3,50	5,50	6,00	5,50	5,25	5,25	5,50	5,50	
Tipo de interés a 3 meses (final período)	4,06	3,75	6,62	6,95	6,42	5,43	5,24	6,08	5,62	
Tipo de interés a 10 años (final período)	6,10	6,38	6,93	6,49	6,35	6,14	6,06	6,37	6,26	
Tipo de cambio vs USD (final período)	14.050	14.253	15.568	15.389	15.277	15.280	15.283	16.572	16.787	
Tipo de cambio vs Euro (final período)	17.241	16.143	16.605	17.005	16.805	17.052	17.156	17.208	17.607	
Crédito privado (% a/a, media)	1,4	1,0	9,6	9,2	9,5	7,0	9,8	6,6	10,3	
Crédito familias (% a/a, media)	2,1	2,2	7,8	9,1	9,1	5,1	6,5	5,6	5,6	
Crédito S.P. no financiero (% a/a, media)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	
Crédito S.P. financiero (% a/a, media)	-9,0	-12,6	15,3	29,8	16,4	6,6	6,3	5,0	6,7	
Tasa de ahorro (% renta neta disp., media)	21,4	25,7	29,2	27,4	25,3	24,5	24,2	24,3	23,7	

Fuente: MAPFRE Economics (con base en datos de BPS)
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025

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

2,4%. La última decisión de tipos de interés del Banco Central de Indonesia fue de bajar en 25 puntos básicos las tasas (Repo inverso a 7 días), hasta el 5,75%. La decisión es coherente con la reducción de la inflación prevista para 2025 y 2026, ubicándola dentro de la banda objetivo del $2,5\pm 1\%$, el mantenimiento del tipo de cambio de la rupia en línea con los fundamentos económicos para controlar la inflación dentro de la banda objetivo y la necesidad de impulsar el crecimiento económico.

El crecimiento de la economía de Indonesia sigue siendo fuerte, a pesar de los vientos en contra externos. La inflación está en el rango objetivo y el sector financiero es resiliente. Las

autoridades han estado persiguiendo una ambiciosa agenda de crecimiento para alcanzar el estatus de país de ingresos altos para 2045. Esto comprende el gasto público, las reformas institucionales y la política industrial. Los principales riesgos a la baja incluyen la persistente volatilidad de los precios de las materias primas debido a los *shocks* geopolíticos y una desaceleración abrupta de la economía de los principales socios comerciales.

2. Panorama sectorial

2.1 El entorno económico y su impacto en la demanda aseguradora

2.1.1 Mercados globales

A nivel global, la moderación de la inflación y la relajación de las políticas monetarias hacia niveles menos restrictivos en las principales economías del orbe mantienen unas perspectivas de crecimiento económico global equilibrado del 3,1% en 2025 (3,2% en 2024), que caería solo ligeramente en 2026 hasta el 3,0%. Los efectos en el nivel de actividad económica de unas condiciones de financiación menos endurecidas, la moderación de la inflación y la recuperación del crédito en gran parte de las principales economías del orbe supondrán un impulso a la economía real en general y, particularmente, para la actividad aseguradora. Sin embargo, los riesgos que afectan a este escenario central se han incrementado por la incertidumbre geopolítica y el riesgo de una guerra comercial. Los nuevos aranceles anunciados por la nueva administración federal en los Estados Unidos pueden afectar al consumo privado, a la inversión, a los tipos de cambio y a la inflación, entre otros factores, con posibles interrupciones en las cadenas de suministro y en los precios de la energía a nivel global.

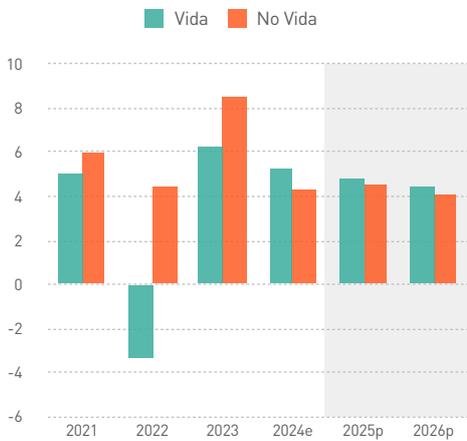
A pesar de la incertidumbre, el crecimiento económico y los niveles de los tipos de interés favorecerán globalmente el desarrollo de la actividad aseguradora, con buenas perspectivas también en cuanto a su rentabilidad por la mejora del rendimiento financiero de sus carteras de inversiones, beneficiándose progresivamente de los movimientos de las curvas de tipos de interés, que se están normalizando con unos niveles más elevados en los tramos largos que en los tramos cortos ofreciendo una prima por plazo positiva. A ello contribuye también el buen comportamiento de los mercados de renta variable, así como el mayor equilibrio técnico del negocio, las revisiones de las primas de seguros aplicadas para adaptarlas al fuerte repunte de la inflación vivido en los últi-

mos dos años y la moderación en el crecimiento de los costes de las aseguradoras en los últimos trimestres.

Así, durante los últimos años, y atendiendo al contexto económico, se observa cómo el sector asegurador ha venido ajustando sus tarifas a la inflación y al aumento de la siniestralidad en ciertos ramos. Asimismo, mientras la persistencia de tipos de interés elevados ha favorecido productos de Vida y ahorro, impulsando la demanda de rentas vitalicias y seguros de inversión, el segmento de No Vida, más vinculado al ciclo económico, mostró un crecimiento más en línea con la actividad concreta de cada país. El panorama macroeconómico en 2024 mostró cierta desaceleración del crecimiento global. Para 2025, dada la incierta situación geopolítica actual y las decisiones de política económica que se están produciendo por parte de la administración estadounidense, con las consiguientes reacciones en el resto del mundo, es probable una reducción en el consumo. Además, ante este entorno, los bancos centrales podrían retrasar el avance de la flexibilización de tipos de interés a la espera de los acontecimientos, influyendo en las decisiones de los individuos y empresas, con el consecuente efecto en el mercado asegurador.

Como se ilustra en la Gráfica 2.1.1-a, el análisis de la evolución del sector asegurador global evidencia una dinámica diferenciada entre los segmentos de Vida y No Vida. Para 2024, se estima un crecimiento que habría sido del 5,3% en el segmento de Vida y del 4,3% en No Vida, en línea con el desempeño macroeconómico agregado en ese año (véase también la Tabla B-1 en el Apéndice de este informe). De cara a 2025, a pesar de un entorno caracterizado por una moderación en las presiones inflacionarias y condiciones financieras más acomodaticias, se anticipa una leve desaceleración del sector, con tasas de expansión del 4,8% en Vida y 4,5% en No Vida. Este ajuste responde a la persistente incertidumbre geopolítica y a la evolución de las políticas económicas en las principales economías, factores determinantes en la confian-

Gráfica 2.1.1-a
Global: previsiones de crecimiento de las primas
(crecimiento nominal anual en USD, %)



Fuente: MAPFRE Economics

za de los agentes económicos y en la dinámica de contratación de seguros.

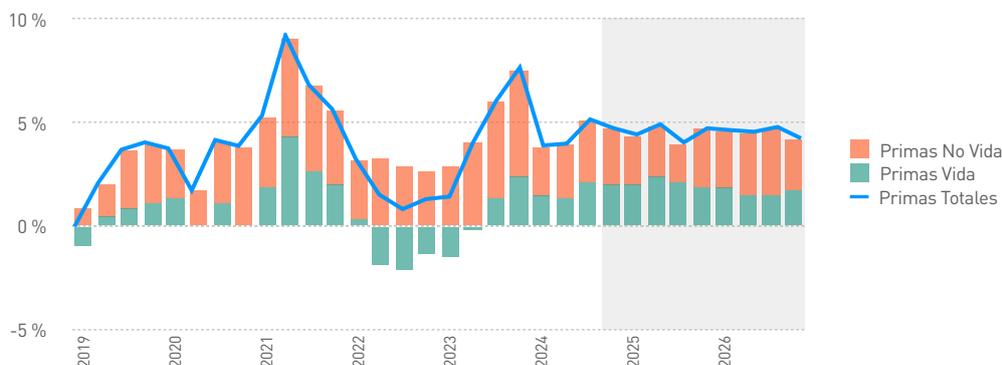
El análisis de la evolución trimestral del mercado asegurador que se presenta en la Gráfica 2.1.1-b, revela que el sector ha mantenido una contribución positiva en los últimos períodos de 2024, registrando un crecimiento medio del 1,7% en el segmento de Vida y del 2,6% en No Vida. De acuerdo con las proyecciones para el período 2025-2026, se prevé que ambas líneas de negocio sigan una senda de expansión moderada pero sostenida, con una tasa media de crecimiento del 1,9% en Vida y del 2,7% en No Vida, lo

que impulsaría un incremento compuesto del 4,6% en el volumen total de primas a nivel global. Esta dinámica de crecimiento encuentra su fundamento en la ampliación de la base de asegurados, la diversificación y desarrollo de nuevos productos, así como en la capacidad del sector para adaptarse a los cambios estructurales en la demanda.

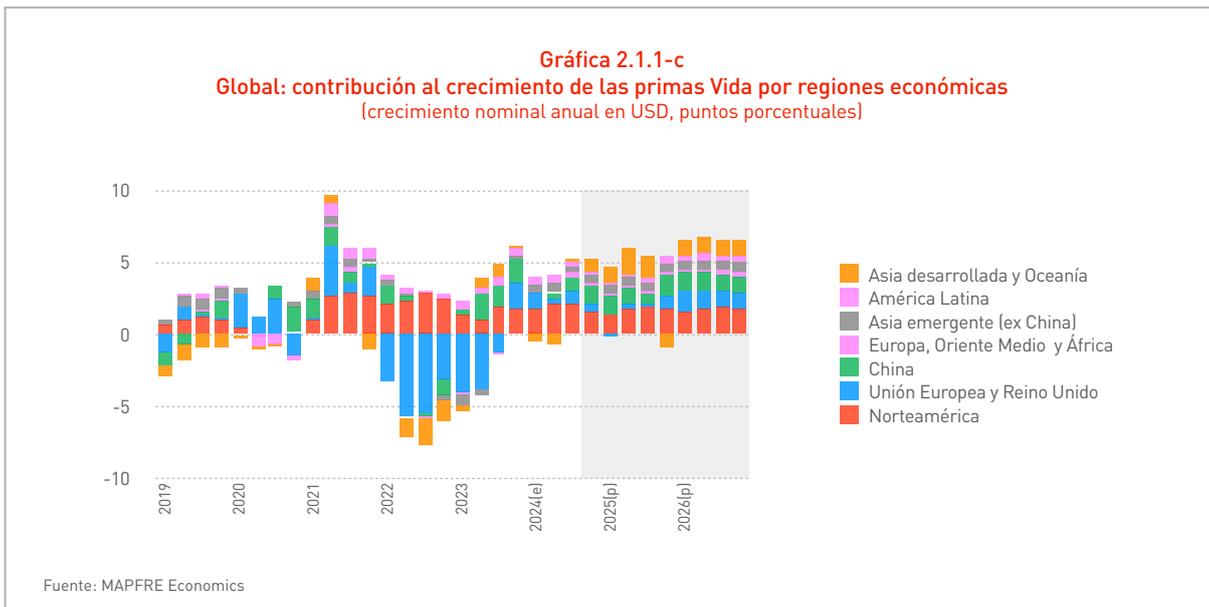
Por otra parte, el análisis de la contribución de las distintas regiones económicas al crecimiento del mercado global de los seguros en el segmento de Vida (véanse la Gráfica 2.1.1-c y la Tabla B-1 en el Apéndice de este informe), refleja que la expansión del sector en el período 2025-2026 estará impulsada principalmente por Norteamérica, cuya aportación se estima en 1,7 puntos porcentuales (pp), consolidándose como el principal motor de crecimiento. Le seguirán China, con una contribución de 1,1 pp, y Asia desarrollada junto con Oceanía, con una participación de 1 pp. La Unión Europea y el Reino Unido aportarán 0,8 pp al crecimiento del sector, mientras que Asia Emergente (excluyendo China) contribuirá con 0,5 pp, seguida por América Latina con 0,4 pp. Por su parte, el resto de las regiones tendrá un impacto marginal en la dinámica del mercado, con una contribución conjunta de apenas 0,1 pp.

En el segmento de seguros de No Vida (véanse la Gráfica 2.1.1-d y la Tabla B-1 en el Apéndice de este informe), las proyecciones para el período 2025-2026 confirman a Norteamérica como el principal motor del crecimiento asegurador, con una contribución estimada de

Gráfica 2.1.1-b
Global: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas
(crecimiento nominal anual en USD, %)

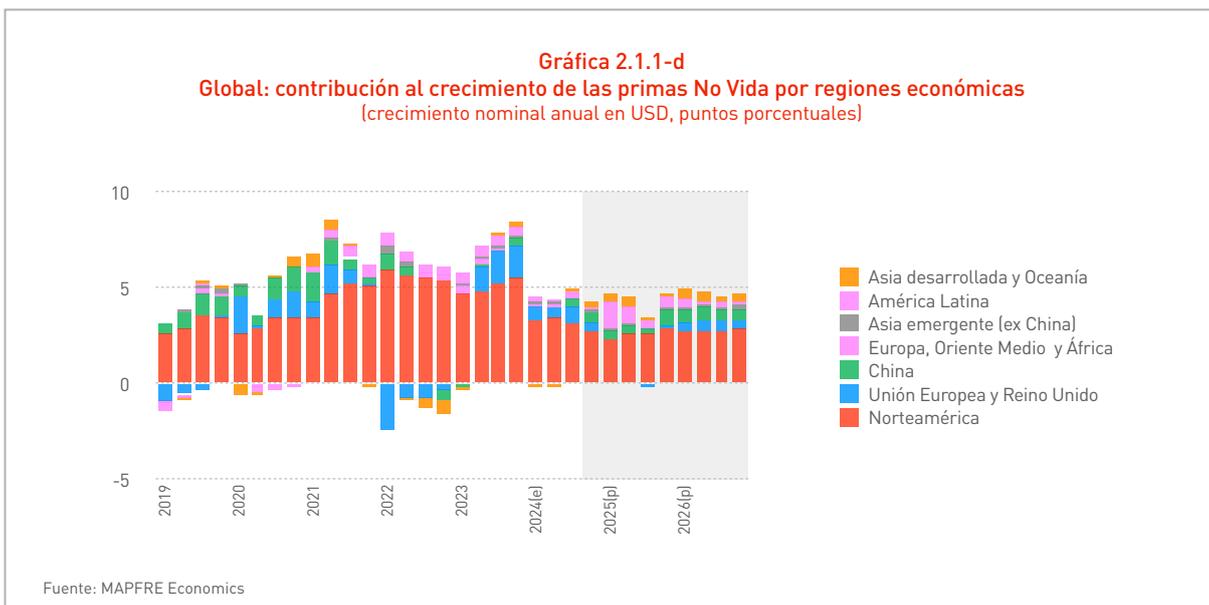


Fuente: MAPFRE Economics



2,7 pp, aunque en un contexto de ligera desaceleración respecto a 2024, cuando su aporte alcanzó los 3,3 pp. Por su parte, China incrementará su contribución al crecimiento sectorial de 0,2 pp en 2024 a 0,6 pp en 2025, mientras que Europa y el Reino Unido reducirán su participación de 0,9 pp a 0,4 pp hacia finales de 2025. En cuanto a las economías emergentes, su impacto en la expansión de las primas de No Vida sigue siendo moderado. Asia desarrollada y Oceanía contribuirán con 0,4 pp, América Latina con 0,3 pp, mientras que Europa (ex Unión Europea), Oriente Medio y África registrarán una participación marginal, de apenas 0,1 pp cada una.

Las proyecciones de primas de seguros por país, presentadas en la Tabla B-1 del Apéndice de este informe, confirman la coherencia de las aportaciones de economías seleccionadas al crecimiento de los distintos segmentos aseguradores en sus respectivas regiones y, por extensión, al mercado global. Un ejemplo ilustrativo es el de Estados Unidos y China, que se consolidan como los principales impulsores del aseguramiento a nivel mundial. Según las previsiones presentadas en la primera parte de este informe, el PIB de Estados Unidos crecerá un 2,5% en 2025 y un 2,0% en 2026, mientras que en China se espera un crecimiento del 4,3% y 4,0% para dichos años, respectivamente. Estos ritmos de expansión económica respal-



darían un crecimiento interanual de las primas de seguros acorde con la evolución de la actividad en cada mercado. En el segmento de Vida, se prevé que las primas en Estados Unidos aumenten un 5,5% en 2025, mientras que en China el crecimiento estimado asciende al 7,4% en el mismo periodo. En el ramo de No Vida, las previsiones de crecimiento de primas reflejan igualmente la dinámica del sector asegurador en cada país: en Estados Unidos, se proyectan tasas del 4,4% para 2025 y 2026, mientras que en China se anticipa un crecimiento del 5,6% en 2025 y del 4,8% en 2026. Estos resultados refuerzan la correlación entre la expansión económica y el desarrollo del mercado asegurador, confirmando la relevancia de ambos países en la evolución del sector a nivel global.

2.1.2 Eurozona

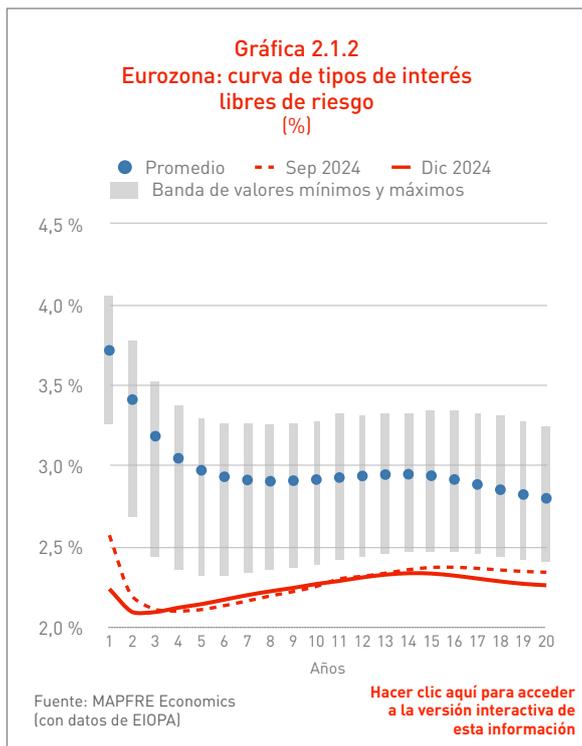
En la Eurozona, las previsiones apuntan hacia un crecimiento económico débil del 1,1% en 2025 (0,8% en 2024), lo que supone una ligera aceleración en el crecimiento que sería algo mayor en 2026, del 1,4%, a medida que se trasladan a la economía real los efectos de las bajadas de tipos de interés previstas para los próximos dos años, conforme se modera la inflación. Esta debilidad económica afecta principalmente a Alemania, pero también a Francia e Italia, lo que se trasladará a la actividad aseguradora de sus respectivos mercados. No obstante, otras economías del sur de Europa, particularmente España, siguen comportándose mejor que el resto de las grandes economías de la zona euro, presentando buenas perspectivas para su sector asegurador a medida que el Banco Central Europeo (BCE) avanza en su proceso de relajación monetaria y se reactiva el crédito al sector privado, ante unas condiciones de financiación menos restrictivas, como escenario central.

Los datos de inflación repuntaron en el último trimestre del año, situándose en el 2,4% en el mes de diciembre (frente al mínimo marcado en septiembre del 1,7%). Así, la inflación promedio de 2024 se situó en el 2,4%, frente al 5,4% de 2023 (8,4% en 2022), y en enero de 2025 volvió a repuntar ligeramente hasta el 2,5% interanual (por encima del objetivo del BCE del 2% para el conjunto de la Eurozona). A pesar de estos ligeros repuntes en los precios, el BCE decidió recortar los tipos de in-

terés de la política monetaria en la reunión del mes de enero de 2025 en 25 puntos básicos (pbs), siendo esta la quinta bajada consecutiva desde su reunión del mes de junio de 2024, hasta dejarlos en el 2,75% la facilidad de depósito, el 2,9% las operaciones principales de financiación y el 3,15% la facilidad marginal de crédito, avanzando así hacia niveles menos restrictivos (tras mantener desde el mes octubre de 2023 hasta el mes de mayo de 2024 los niveles más elevados alcanzados en más de dos décadas). Además, el BCE decidió continuar en su senda de reducción progresiva del tamaño de su balance a un ritmo predecible bajo el Asset Purchase Programme (APP) y el Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), para los cuales ha dejado de reinvertir la totalidad del principal de los bonos en poder del BCE que van venciendo, en este último programa desde el mes de enero de 2025. Esto supone que el BCE ha dejado, *de facto*, de adquirir bonos soberanos de los países de la Eurozona, lo cual, salvo algún repunte puntual, no se ha traducido en un incremento de las primas de riesgo, las cuales incluso se han relajado, particularmente para los países periféricos de la zona euro.

De esta forma, las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado al cierre del mes de diciembre producidas por la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) reflejan una caída significativa en todos los tramos de la curva, por debajo en todo caso de los mínimos del año previo (alcanzados a finales del año). La curva ha perdido gran parte de la pendiente negativa que presentaba en la primera mitad de 2024 y solo afecta ya a vencimientos hasta los dos años, ante un escenario en el que los tipos de interés de mercado libres de riesgo descuentan que los tipos podrían seguir bajando en los próximos trimestres, aunque a un ritmo más lento al que se preveía a mediados de año (véase la Gráfica 2.1.2)³.

Las previsiones de mejora en el crecimiento económico para la Eurozona y el entorno de tipos de interés que ofrece ya una prima por plazo positiva, con niveles por encima de las expectativas de inflación en los tramos más largos de la curva, continúan siendo adecuadas para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de mayores duraciones ante las expectativas de

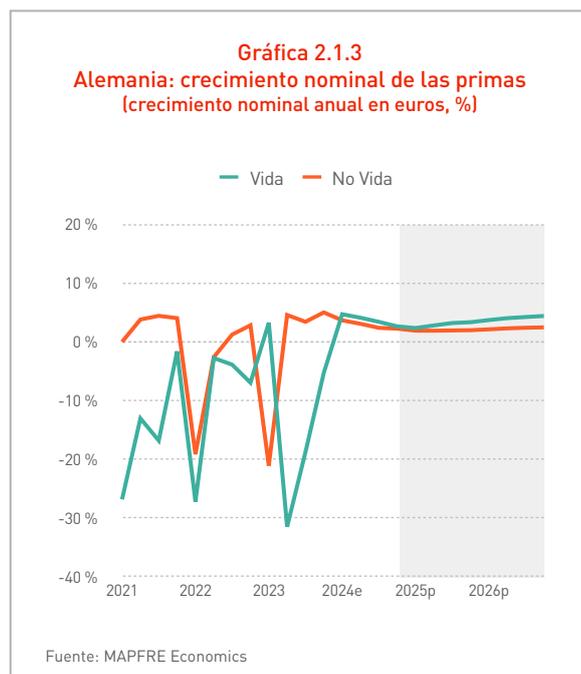


que el BCE continúe con su senda de reducción de los tipos de interés de política monetaria durante el año. Por otro lado, el Eurostoxx tuvo un comportamiento por debajo de los índices de los Estados Unidos, aunque positivo, con una revalorización en 2024 del 8,5% (23,8% en 2023). Este buen comportamiento ha continuado en lo que va del año 2025, añadiendo una revalorización del 8,8% hasta la primera semana de febrero, lo que puede impulsar el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que se beneficia también de los altos tipos de interés de la renta fija, aunque más moderados, y de las expectativas de nuevas bajadas a lo largo del año. Subsiste, no obstante, alguna incertidumbre derivada del diferencial en las expectativas del calendario para la relajación de la política monetaria por parte del BCE y de la Reserva Federal de los Estados Unidos que está poniendo presión en los mercados de divisas y, particularmente, en el euro que se ha depreciado significativamente en los últimos meses, lo que puede presionar al alza los precios de la energía en la zona euro de la que la región es netamente importadora. Sin embargo, la firma de un eventual acuerdo de paz en Ucrania podría actuar en sentido contrario.

2.1.3 Alemania

Las previsiones económicas para Alemania apuntan hacia una ligera mejoría en un entorno de débil crecimiento del 0,3% en 2025 (-0,2% en 2024), situación que continuaría mejorando en 2026 cuando se espera un crecimiento económico del 1,1%. La inflación, en enero de 2025, ha retrocedido ligeramente hasta el 2,3%, tras el repunte moderado desde el verano con el 2,2% y 2,6% interanual en los meses de noviembre y diciembre, respectivamente (frente a una inflación media del 2,3% de 2024). En este contexto, el crecimiento de las primas del segmento de los seguros de No Vida en 2025 podría situarse en el 2,0%, y acelerar su crecimiento en 2026 conforme mejora el panorama económico hasta el 2,5% (véase la Gráfica 2.1.3). La inflación más moderada y el rendimiento de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras por el buen comportamiento de los mercados financieros podrían mejorar su rentabilidad.

En cuanto a la actividad de los seguros de Vida, la rentabilidad del bono soberano alemán sigue con un comportamiento volátil, con repuntes puntuales al alza de su rentabilidad, especialmente desde comienzos de año y una pendiente positiva de la curva a distintos vencimientos, excepto en los tipos de interés a corto plazo hasta un año, en los que sigue invertida. Esta situación de los tipos de interés sigue siendo un



entorno propicio para los seguros de Vida vinculados al ahorro, al permitir ofrecer garantías de tipos de interés por encima de la inflación, con una prima por plazo positiva a mayores vencimientos. Así, el crecimiento de las primas de Vida del sector asegurador en 2025 podría situarse en el 3,4% y acelerar su crecimiento en 2026 hasta el 4,5%.

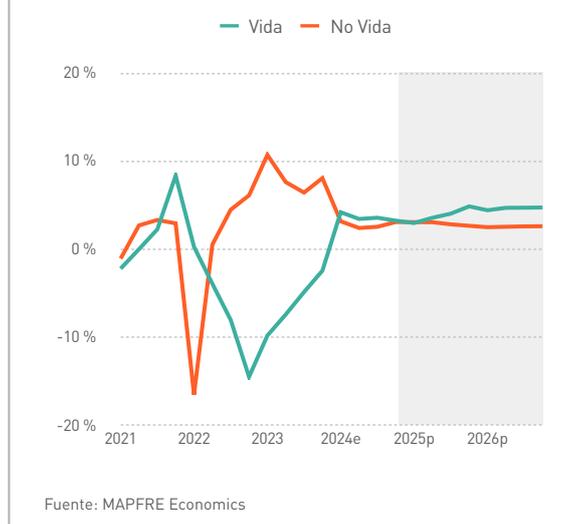
Por otro lado, los principales índices mundiales siguieron experimentando notables crecimientos durante el año. Así, el DAX alemán se revalorizó un 18,7% en 2024 (19,7% en 2023) y ha continuado así en 2025, con un crecimiento del 9,4% en lo que va de año hasta la primera semana de febrero, favoreciendo el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, que pueden aprovechar también el entorno de tipos de interés, ampliando la composición de los activos de referencia hacia un mayor peso de la renta fija para aquellos asegurados con una mayor aversión al riesgo, teniendo en cuenta que los principales índices de renta variable, particularmente los de los Estados Unidos y el DAX siguen tocando máximos históricos y las perspectivas de que el BCE continúe bajando los tipos de interés gradualmente en los próximos meses.

2.1.4 Italia

Las previsiones continúan apuntando hacia una situación de débil crecimiento económico para la economía italiana del 0,7% en 2025 (0,5% en 2024), esperando un crecimiento del 0,9% en 2026. En este entorno económico, se espera que la actividad aseguradora se desacelere ligeramente, estimándose un crecimiento para las primas de los seguros de No Vida del 2,6% y 2,5% en 2025 y 2026, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.4). La inflación, por su parte, ha venido repuntando desde el mes de septiembre, pero es una de las más débiles de la eurozona con el 1,5% interanual en enero de 2025 (frente a una inflación media del 1,0% en 2024), lo que unido a la rentabilidad financiera de las carteras de inversiones puede repercutir de forma positiva en la rentabilidad del sector asegurador.

Por otro lado, en cuanto al entorno de tipos de interés para los seguros de Vida, la curva de deuda soberana italiana sigue invertida en su tramo corto con vencimientos hasta un año, y

Gráfica 2.1.4
Italia: crecimiento nominal de las primas
(crecimiento nominal anual en euros, %)



una pendiente positiva en los tramos más largos, lo que permite ofrecer rentabilidades en los productos a largo plazo ligeramente superiores a los tipos a corto plazo (prima por plazo positiva), significativamente por encima de la inflación. Ello constituye un entorno apropiado para los productos de seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias tradicionales con mayores duraciones. Por su parte, el principal índice de renta variable italiano (FTSE MIB) tuvo una revalorización en el año del 12,0% (tras el 27,2% del año 2023), y ha continuado así en 2025, con un crecimiento del 8,4% en lo que va de año hasta la primera semana de febrero. Este comportamiento de la renta variable, junto con las altas rentabilidades ofrecidas por la renta fija continúan siendo un apoyo para el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, de amplia difusión en el mercado italiano. En este contexto se estima que las primas de los seguros de Vida podrían crecer en torno a un 4,8% y un 4,7% en 2025 y 2026, respectivamente.

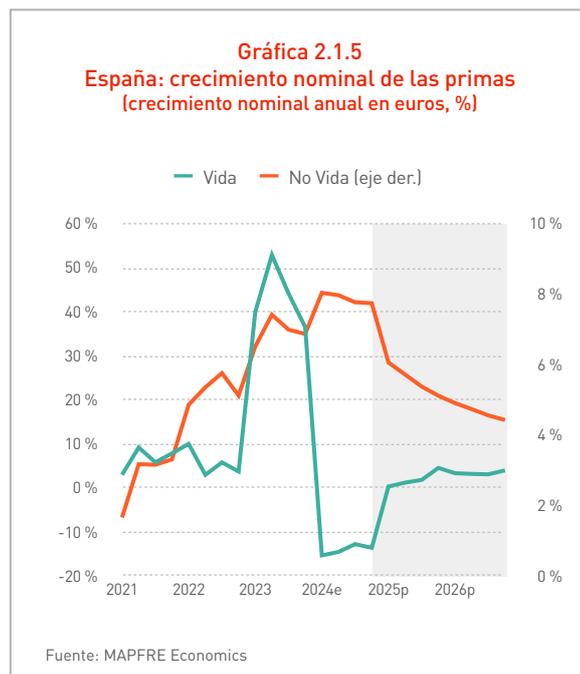
2.1.5 España

Se prevé que la economía española siga creciendo por encima de la media de la Eurozona hasta el 2,4% en 2025, lo que supone una ligera desaceleración respecto del crecimiento del año previo (3,1% en 2024), que se acentuaría en 2026 con un crecimiento previsto del 1,7%. El buen comportamiento de

la economía apoyado en el consumo privado, en la fortaleza del mercado laboral y en la recuperación del crédito al sector privado, en un entorno de tipos de interés a la baja, se seguirá trasladando al volumen de primas de seguros del segmento de No Vida que ha tenido un gran desempeño en 2024, con crecimientos superiores a la inflación, y las previsiones apuntan a nuevos crecimientos que podrían situarse en el 5,1% en 2025 (7,8% en 2024) y una ligera desaceleración en 2026 hasta el 4,4% en el negocio de No Vida (véase la Gráfica 2.1.5).

Estos crecimientos estimados de las primas de seguros en el segmento de No Vida quedan por encima de la inflación media prevista en España en 2025 y 2026, que es del 2,5% y el 1,9% en cada caso, lo que conlleva crecimientos reales positivos. Por otra parte, la moderación en el crecimiento de los precios ayudará a mejorar la rentabilidad del sector asegurador español, como ha sucedido en 2024 (que hasta el tercer trimestre experimentó una mejora de 1,6 pp en términos interanuales, hasta el 10,4% de las primas del sector⁴), con la ayuda adicional de la mejora en la rentabilidad de las carteras de inversión. Todo ello si se cumplen las previsiones de inflación media para el conjunto del año, que ha venido repuntado ligeramente en los últimos meses, con un dato que en el mes de enero de 2025 alcanzó el 3,0%, tras los repuntes moderados del 2,4% y 2,8% en los meses de noviembre y diciembre de 2024, respectivamente.

En cuanto al entorno de tipos de interés, como antes se indicó, el BCE en su última reunión del mes de enero ha reducido de nuevo los tipos hasta dejarlos en el 2,9% para las operaciones principales de financiación (lejos ya del máximo del 4,25% en junio de 2024 cuando el BCE inició el ciclo de bajadas) y el 2,75% la facilidad de depósito (4,5% en junio de 2024), y podría seguir reduciéndolos en las próximas reuniones en función de los datos de inflación hasta dejarlos en un territorio más neutral desde el nivel actual que todavía considera restrictivo. Por otro lado, hasta el cierre de este informe, la curva de tipos de la deuda soberana española ha recuperado la pendiente positiva en todos sus tramos, con la única excepción de los vencimientos hasta un año, ofreciendo rentabilidades por encima de las previsiones de in-



flación para 2025 y 2026 en los vencimientos más largos por encima de los cinco años.

Este entorno de tipos de interés es adecuado para productos con garantías a más largo plazo, que ofrecen ya una prima por plazo positiva significativa, ayudados por las expectativas de que los tipos de interés puedan seguir bajando. No obstante, el sector asegurador español de forma estructural se encuentra en este negocio con una fuerte competencia por parte de otras instituciones financieras que pueden competir con sus propios productos en la gestión del ahorro, como son las gestoras de fondos de inversión y las entidades bancarias. Esto, junto al importante efecto base del crecimiento experimentado en el segmento de los seguros de Vida en el año 2023 (36,5%), motivó un retroceso en las primas de Vida del sector asegurador español en 2024 con una caída de -13,7%, estimándose que vuelva a crecer en 2025 en torno al 3,6% (3,3% en 2026). Sin embargo, en términos de ahorro gestionado, las cifras al cierre del año muestran un ligero crecimiento para la actividad de los seguros de Vida en España del 3,2% hasta alcanzar los 210.400 millones de euros⁵.

2.1.6 Portugal

Las perspectivas para la economía de Portugal anticipan una ligera aceleración de la actividad hasta el 1,8% en 2025 (1,6% en 2024), que

seguiría en 2026 hasta alcanzar el 2,1%, con la ayuda de las reducciones de tipos de interés que viene implementando el BCE. Este buen comportamiento de la economía portuguesa se trasladará a la actividad de su sector asegurador, la cual seguirá creciendo en el ramo de No Vida por encima de la inflación (véase la Gráfica 2.1.6), con un crecimiento del 4,5% y 5,3% en 2025 y 2026, respectivamente. La inflación, que venía repuntando desde el mes de agosto de 2024 situándose en el 3% interanual en el mes de diciembre, ha vuelto a ceder hasta el 2,5% interanual en el mes de enero y las previsiones indican que seguirá reduciéndose, quedando la inflación media de 2025 y 2026 en el 2,1% y el 1,9%, en cada caso. Lo anterior, junto con una mejora en la rentabilidad de las carteras de inversión de las entidades aseguradoras por el entorno favorable de los tipos de interés, repercutirá de forma positiva en la rentabilidad del sector asegurador de ese país.

En cuanto a los seguros de Vida, la curva de tipos de interés de la deuda soberana portuguesa ha seguido un comportamiento similar al bono soberano español y de otros países de la Eurozona, recuperado la pendiente positiva en todos sus tramos, con la única excepción de los vencimientos hasta de un año. Este entorno de tipos de interés de la deuda soberana europea que ofrece tipos de interés por encima de la inflación prevista en los vencimientos más largos, junto con las expectativas de que el BCE pueda seguir

bajando los tipos de interés de la política monetaria, es adecuado para el desarrollo de la actividad aseguradora vinculada al ahorro, estimándose que las primas de los seguros de Vida puedan crecer en torno al 10,8% y 7,0% en 2025 y 2026, respectivamente.

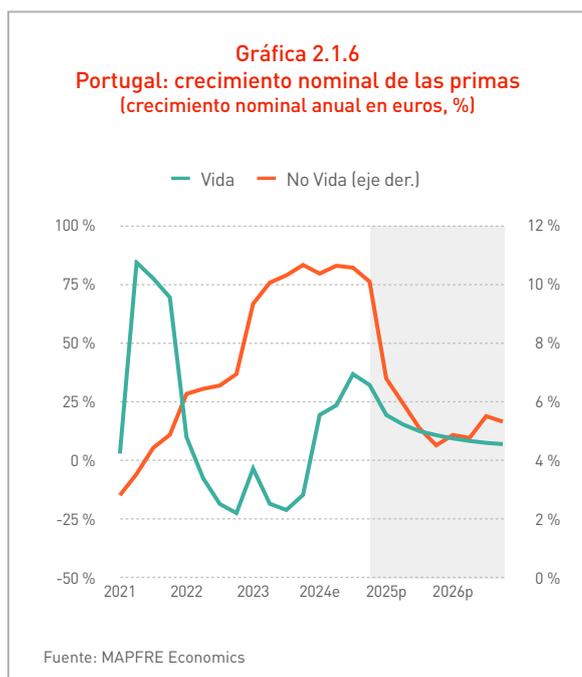
2.1.7 Reino Unido

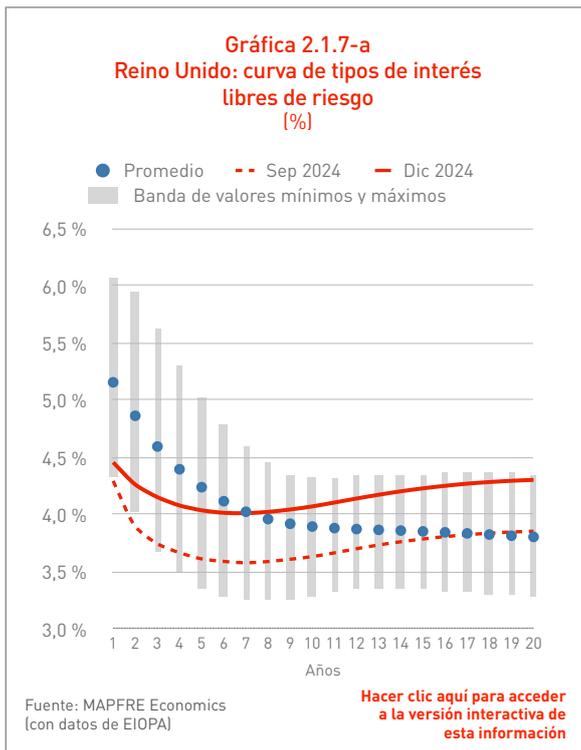
Las previsiones macroeconómicas establecidas en este informe apuntan a una ligera aceleración para la economía del Reino Unido, a medida que el Banco de Inglaterra avance en el proceso de relajación de su política monetaria todavía restrictiva, con un crecimiento económico estimado del 1,4% en 2025 (0,8% en 2024) y del 1,3% en 2026. La inflación, por su parte, experimentó un repunte moderado tras el verano, con el 2,6% y 2,5% interanual en los meses de noviembre y diciembre, respectivamente, frente a una inflación media del 2,6% de 2024. Este mejor contexto económico hace prever mayores crecimientos de las primas del segmento de No Vida del 4,2% en 2025 y del 4,4% en 2026. Los altos niveles en los tipos de interés podrían traducirse, asimismo, en una mejora de los márgenes de rentabilidad del sector.

El Banco de Inglaterra decidió reducir los tipos de interés de política monetaria en 25 pbs, hasta el 4,5%, en su reunión de enero, tras las dos bajadas de agosto y noviembre de 2024 de 25 pbs cada una, a pesar del ligero repunte de los datos de inflación en los últimos meses. En la curva de tipos de interés libres de riesgo de EIOPA del cierre del mes de diciembre (véase la Gráfica 2.1.7-a) se aprecia un repunte en los tipos de interés de mercado y continúa con pendiente ligeramente negativa en vencimientos hasta siete años. En cuanto a la renta variable, el FTSE 100 experimentó un crecimiento moderado en 2024 del 5,8% (3,8% en 2023), por debajo de los grandes índices internacionales, si bien ha mejorado en 2025 con un crecimiento del 6,5% en lo que va de año hasta la primera semana de febrero.

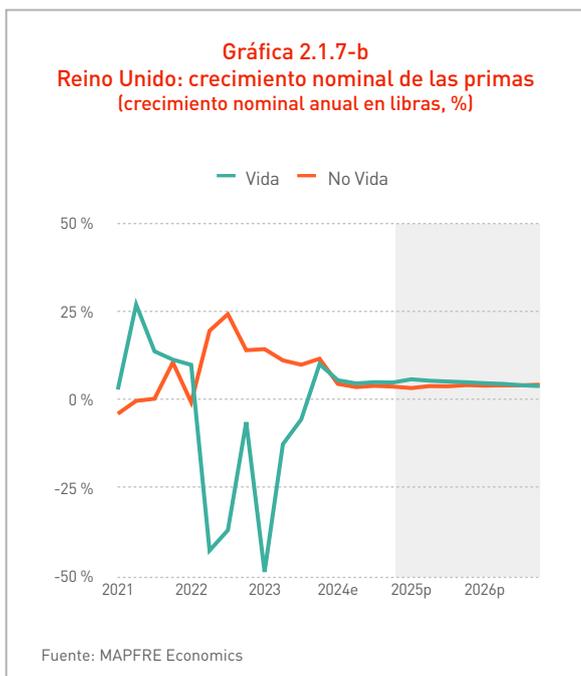
Los altos niveles de los tipos de interés en los tramos más cortos de la curva y la inversión de la curva de rendimientos generan un entorno adecuado para los productos de Vida vinculados al ahorro con garantías a corto plazo y revisión de tipos en cada renovación, ganando también atractivo los productos con

Gráfica 2.1.6
Portugal: crecimiento nominal de las primas
(crecimiento nominal anual en euros, %)





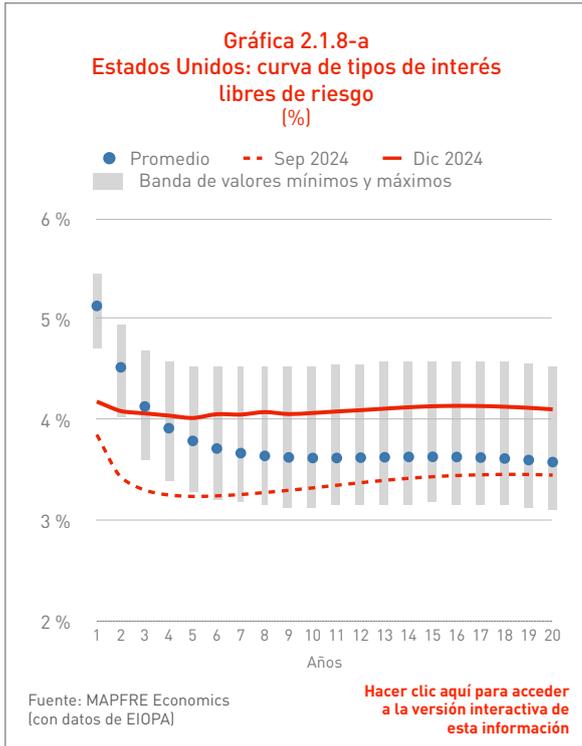
garantías de tipos a mayores plazos, ante las expectativas de que los tipos de interés puedan seguir bajando. De esta forma, se prevén unos crecimientos de las primas del segmento de los seguros de Vida en torno al 5,1% y el 4,0% en 2025 y 2026, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.7-b).



2.1.8 Estados Unidos

En Estados Unidos, las previsiones continúan reflejando una economía dinámica, aunque en ligera desaceleración, con crecimientos económicos estimados del 2,5% en 2025 (2,8% en 2024) y del 2,0% en 2026. La inflación ha repuntado en los últimos meses hasta el 3% interanual en el mes de enero, tras el 2,7% y 2,9% en los meses de noviembre y diciembre, lo que dejó una inflación media anual del 3,0% en 2024. El buen comportamiento de la economía de los Estados Unidos sigue dibujando un panorama de crecimiento saludable para la actividad aseguradora, estimándose un crecimiento de las primas de seguros del 4,4% en 2025 para el negocio de No Vida, similar al previsto para el año 2026, con buenas perspectivas también en cuanto a su rentabilidad, con la ayuda de los ingresos financieros por el alto nivel de los tipos de interés, especialmente en los tramos más largos de la curva de deuda soberana de los Estados Unidos.

Este repunte de la inflación, en una economía que no da muestras de debilidad, llevó a la Reserva Federal de los Estados Unidos a mantener sin variación los tipos de interés de política monetaria en su reunión del mes de enero (tras la bajada de diciembre en 25 pbs, y las dos bajadas de 25 y 50 pbs de los meses de noviembre y septiembre, respectivamente), dejándolos en un rango entre el 4,25% y el 4,5%. En la curva de tipos de interés libre de riesgo de mercado del mes de diciembre producida por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.8-a), se observa un repunte en los niveles de todos los tramos de la curva, presentando una ligera pendiente negativa en los primeros tramos en vencimientos hasta cinco años, lo que refleja la expectativa de que la Reserva Federal podría esperar antes de reducir los tipos de interés en los próximos trimestres, si la senda de los datos de inflación lo permiten volviendo hacia su objetivo de política monetaria. En este sentido, los tipos de interés a plazos más largos, y particularmente el tipo del bono del tesoro a diez años, permanecen en niveles significativamente superiores a la inflación, reflejando la incertidumbre que las políticas arancelarias de la nueva administración introduce sobre el nivel de precios, ofreciendo tipos de interés reales positivos a lo largo de toda la curva.



del 30,8% (42,1% en 2023), tocando máximos históricos. El S&P500, por su parte, tuvo un comportamiento similar, aunque con un crecimiento menor que el Nasdaq, del 24,0% en 2024 (23,8% en 2023), continuando ambos índices con esta tendencia en lo que va del año 2025, revalorizaciones del 1,1% y 2,5% hasta la primera semana de febrero. Ello sigue apoyando el desarrollo de los productos de seguros de Vida en los que el tomador asume el riesgo de la inversión, los cuales pueden beneficiarse también de los altos tipos de interés de la renta fija, especialmente de los de mayor duración como es el bono del tesoro estadounidense a diez años, para aquellos tomadores de seguros con un perfil más conservador. En este contexto, se estima que las primas de los seguros de Vida en los Estados Unidos podrían crecer el 5,5% en 2025 (5,5% en 2024) y el 5,0% en 2026 (véase la Gráfica 2.1.8-b).

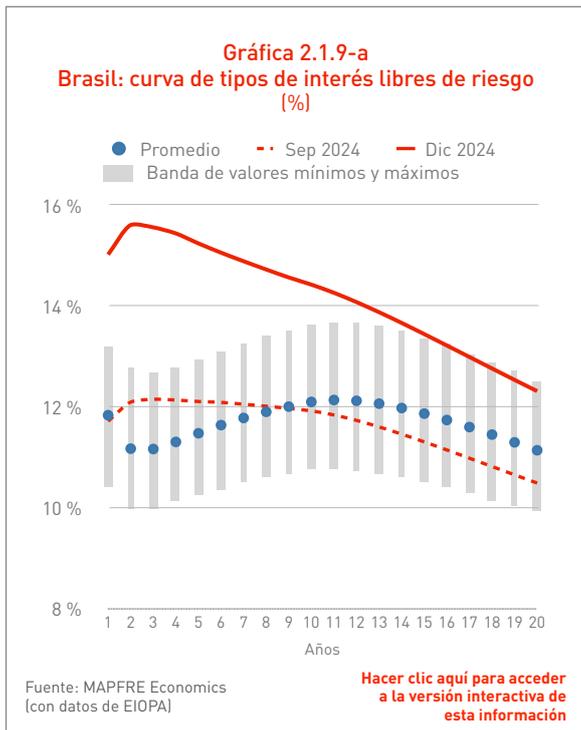
2.1.9 Brasil

Las previsiones para la economía brasileña apuntan hacia una desaceleración económica en 2025, hasta el 2,0%, tras el buen comportamiento de 2024 año en el que creció un 3,2%, en un contexto de endurecimiento en las condiciones de financiación por el giro en la política monetaria del banco central brasileño desde el mes de septiembre, desaceleración que continuaría en 2026 en el que se espera un crecimiento económico del 1,8%. En este contexto económico, se estima que las primas de No Vida crecerían en 2025 un 8,1%, esperándose una ligera desaceleración en 2026 hasta el 7,3%, crecimientos, sin embargo, por encima de las previsiones de inflación media para esos años que son del 4,9% y 4,2%, respectivamente.

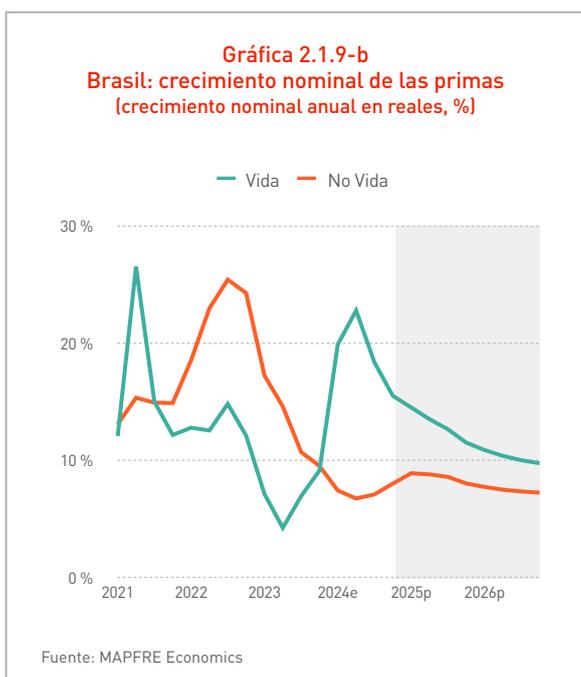
Por otro lado, los elevados ingresos financieros por los altos niveles de los tipos de interés seguirán incidiendo de forma positiva en la rentabilidad del sector asegurador, compensando el repunte de la inflación hasta el 4,87% y 4,83% en los meses de noviembre y diciembre, lo que ha motivado la reacción del Banco Central de Brasil con una nueva subida del tipo de referencia de la política monetaria (Selic) de 100 pbs, hasta el 13,25%. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA correspondientes al cierre del mes de diciembre (véase la Gráfica 2.1.9-a), se observa una nueva subida en todos los tramos de la

Este entorno de intereses reales positivos continúa siendo un contexto propicio para la comercialización de productos de seguros de Vida ahorro con tipos garantizados de duraciones cortas y revisión de tipos en cada renovación, pero también de productos con tipos garantizados de duraciones mayores, que siguen ganando atractivo. Por otro lado, el índice Nasdaq Composite continuó con su buen comportamiento en 2024, con una revalorización





curva de los tipos libres de riesgo de mercado, en una curva que ha ganado una notable pendiente negativa, excepto en su tramo más corto en vencimientos hasta dos años. Este entorno de tipos de interés favorece el desarrollo de los productos de seguros de Vida ahorro (del tipo de los VGBL y PGBL) y rentas vitalicias, que pueden seguir ofreciendo rentabilidades significativamente superiores a los últimos datos de inflación, aprovechando el alto nivel de los tipos

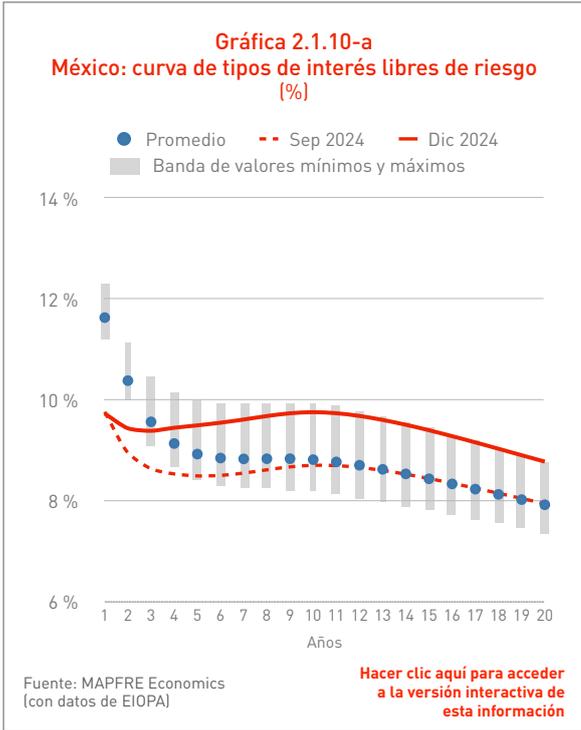


a corto plazo. Así, se estima que las primas de los seguros de Vida en el mercado brasileño podrían crecer un 11,6% en 2025 (15,6% en 2024) y en 2026 el crecimiento previsto alcanzaría el 9,8% (véase la Gráfica 2.1.9-b).

2.1.10 México

En México, las previsiones macroeconómicas apuntan a una ligera desaceleración en el crecimiento económico, hasta el 1,1% en 2025 (1,5% en 2024), recuperándose en 2026 con un crecimiento previsto del 1,5%, aunque la incertidumbre es elevada en virtud de la dependencia de las decisiones en materia arancelaria de la administración federal de los Estados Unidos. Este entorno de crecimiento económico, con tipos de interés a la baja, sigue dibujando un panorama benigno para la actividad aseguradora, con una previsión de crecimiento de las primas de No Vida del 8,5% en 2025, y algo mayor en 2026 hasta el 9,0%, por encima de la inflación media prevista para estos dos años del 3,9% y 3,7%, respectivamente. Por otro lado, se prevé que los ingresos financieros sigan aportando a la rentabilidad del sector asegurador, a partir de los altos niveles de tipos de interés que son aún significativamente superiores a las previsiones de inflación.

La tasa de inflación, que venía repuntando en el primer semestre del año previo, comenzó a ceder en el segundo semestre, dejando la inflación media de 2024 en el 4,7% y ha seguido esa senda en 2025 con un 3,59% interanual en el mes de enero, dentro del rango objetivo del banco central (entre el 2% y el 4%). Esto ha permitido al Banco de México aprobar una nueva reducción del tipo de interés de política monetaria de 50 pbs en su reunión de febrero, hasta el 9,5%, siendo esta la sexta bajada implementada desde el cambio de orientación hacia una política monetaria menos restrictiva (iniciada en el mes de marzo de 2024), lo que tiene su influencia en el entorno para los seguros de Vida vinculados al ahorro. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo de mercado producidas por EIOPA (véase la Gráfica 2.1.10-a), se aprecia que las expectativas de bajadas de los tipos de interés de política monetaria no se han trasladado a los plazos más largos de la curva de mercado que ha experimentado una ligera subida en todos sus tramos, excepto en el más corto, de manera que la curva de tipos se está normalizando al



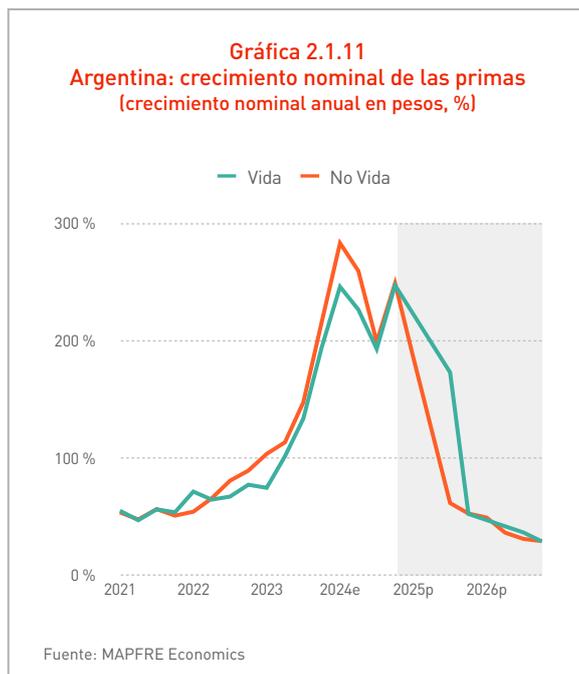
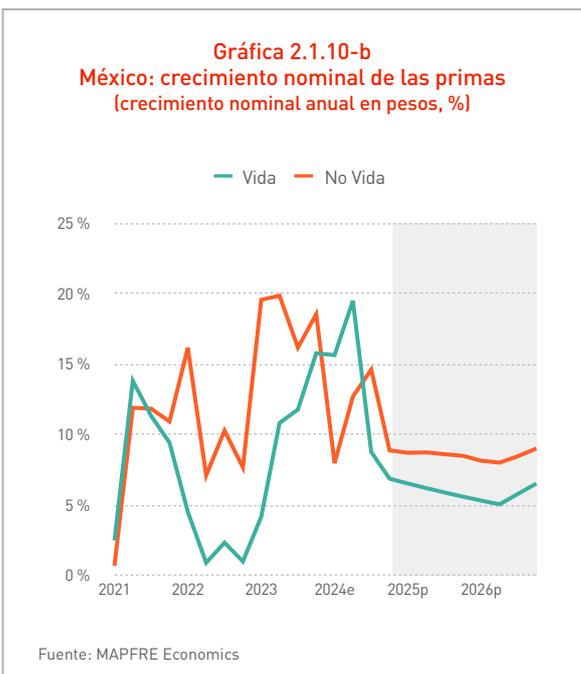
perder la pendiente negativa en el tramo principal de la curva (con vencimientos hasta los diez años).

De esta forma, los tipos de interés reales continúan en terreno positivo en todos los tramos de la curva, significativamente por encima de la inflación media prevista (3,9% en 2025), por lo que los productos de seguros de Vida vinculados al ahorro y de rentas vitalicias

pueden seguir ofreciendo una remuneración atractiva para los ahorradores con tipos garantizados, tanto a corto plazo como en plazo mayores, al ofrecer la curva una prima por plazo positiva. De esta manera, se estima que las primas en el segmento de los seguros de Vida en México podrían tener un crecimiento en el entorno del 5,6% en 2025 y del 6,5% en 2026 (véase la Gráfica 2.1.10-b).

2.1.11 Argentina

En términos generales, mejoran las perspectivas económicas para Argentina, tras la fuerte recesión vivida en el año previo (-2,3% en 2024), con una estimación de crecimiento económico en términos reales del 3,4% en 2025, y del 3,1% en 2026, con la ayuda del cambio de tendencia en la evolución de la inflación. Las medidas de control del déficit público adoptadas por el nuevo gobierno han permitido superar las tasas de inflación del 292,2% y 276,4% interanuales en los pasados meses de abril y mayo, bajando hasta el 166% y el 117,8% interanuales en los meses de noviembre y diciembre, respectivamente, dejando la inflación media anual en 2024 en el 219,8%. Se espera que este contexto de salida de la recesión, de control de la inflación y de vuelta al crecimiento económico ayude a la actividad aseguradora con un crecimiento nominal estimado para las primas de seguros de No Vida del 52,9% en 2025, reduciendo su crecimiento en 2026 hasta el 29,4%, siguiendo así la sen-



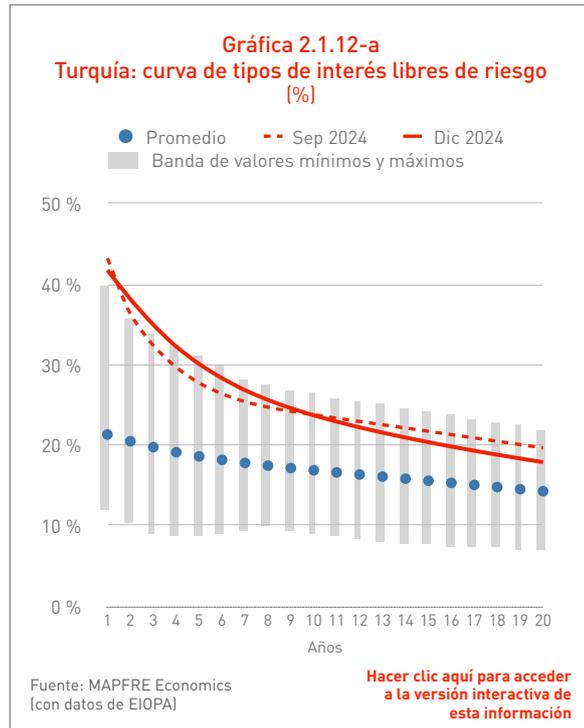
da de inflación que se estima continuará a la baja (46,7% y 26,0% de inflación media prevista para 2025 y 2026, respectivamente).

En este marco, la política de contención del gasto público aplicada por el gobierno ha permitido al Banco Central de la República Argentina relajar su política monetaria, reduciendo el tipo de referencia en 300 pbs en su reunión de enero, hasta el 29%. Ello, sin embargo, deja un contexto de tipos de interés todavía complejo para los seguros de Vida vinculados al ahorro al seguir en terreno negativo, no pudiendo ofrecer rentabilidades que permitan compensar la elevada inflación. Así, el crecimiento nominal de las primas de Vida del sector asegurador en 2025 y 2026 podrían situarse en el 52,5% y el 29,2%, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.11).

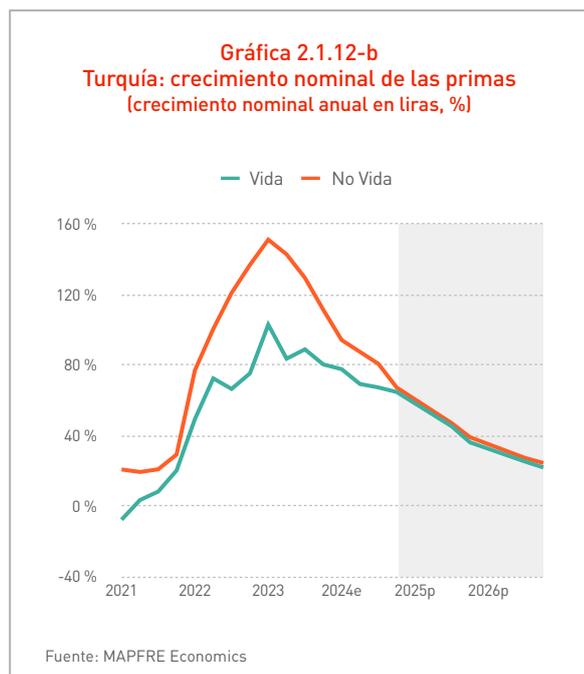
2.1.12 Turquía

En Turquía, las previsiones apuntan a un crecimiento económico del 2,6% en 2025 (2,7% en 2024) y una aceleración de su economía en 2026, hasta el 3,3%. La inflación, por su parte, continúa en niveles altos, pero significativamente inferiores a los alcanzados a mediados del año previo (75,4% en el mes de mayo) y siguiendo una senda marcadamente descendente, hasta el 42,1%, interanual en el mes de enero de 2025 (frente a la inflación media en 2024 del 58,5%). Este entorno de crecimiento económico e inflación a la baja favorece el desarrollo de la actividad aseguradora, apuntando a un crecimiento estimado de las primas de seguros de No Vida del 39,2% y 24,6%, en 2025 y 2026, respectivamente, lo que implica un crecimiento en términos reales en línea con el crecimiento económico, considerando la previsión de inflación media del 31,8% y 18,8% para 2025 y 2026, respectivamente. Esta mejora en las previsiones de inflación y la elevada rentabilidad financiera de las carteras de inversión en un entorno de altos niveles de los tipos de interés hacen anticipar también mejoras en cuanto a la rentabilidad del sector asegurador turco.

La mejora en los datos de inflación ha permitido al banco central turco rebajar por segunda vez el tipo de interés de referencia de política monetaria en 250 pbs en su reunión del mes de enero de 2025, hasta dejarlo en el 45%, tras



un ciclo previo de endurecimiento acelerado de su política monetaria. En las curvas de EIOPA se observa una estabilización en los tipos de interés libres de riesgo de mercado con una curva que presenta una pendiente que sigue siendo marcadamente negativa, con unos niveles en los plazos más cortos que ya superan a la última lectura de la inflación (véase la Gráfica 2.1.12-a).



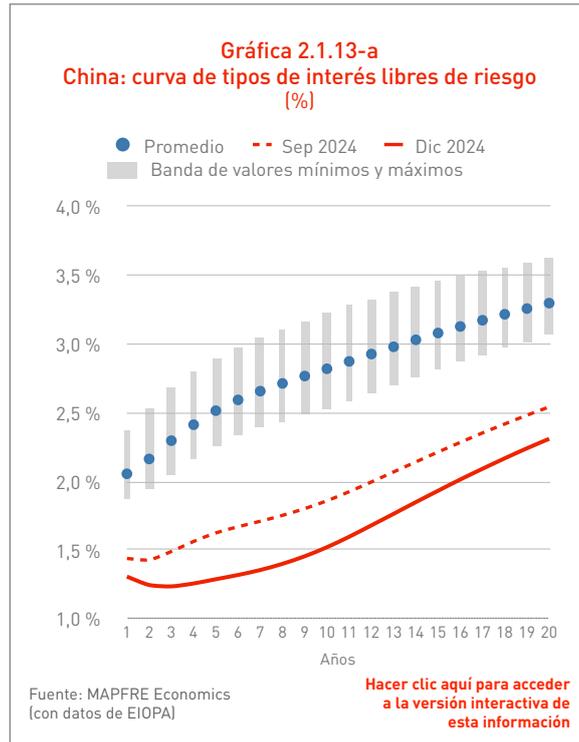
De esta forma, sigue mejorando el entorno de tipos de interés para el desarrollo de la actividad de los seguros de Vida ahorro en el mercado turco, más adecuado para productos que ofrezcan intereses garantizados a plazos cortos que ya pueden superar a la inflación (tal y como están evolucionando ambos indicadores) y la revisión del tipo garantizado en cada vencimiento. En este contexto, teniendo en cuenta también el posible desarrollo de los seguros de Vida riesgo, se estima que las primas nominales de los seguros de Vida en Turquía puedan crecer en el entorno del 36,3% y del 22,0% en 2025 y 2026, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.12-b).

2.1.13 China

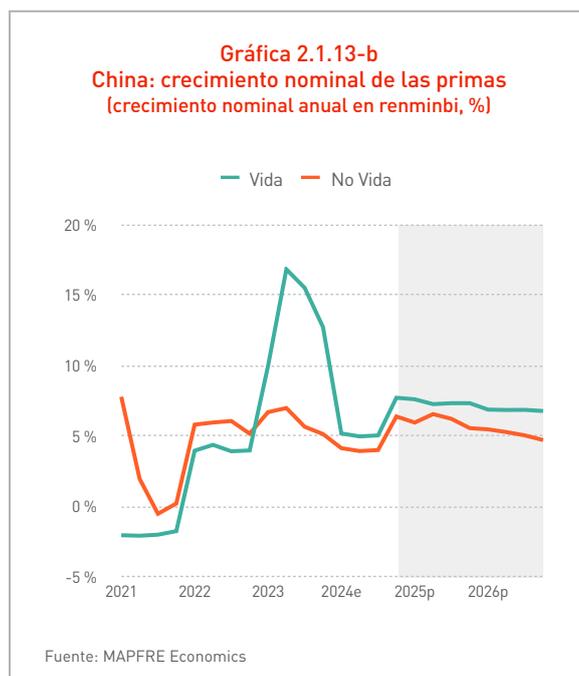
Las previsiones macroeconómicas establecidas en este informe apuntan a una ligera desaceleración de la economía de China en 2025, hasta el 4,3% [4,8% en 2024] y el 4,0% en 2026, crecimientos impulsados por el consumo interno que siguen siendo sustanciales, aunque más débiles de los que venían siendo habituales para la economía china. En cualquier caso, se trata de un entorno económico propicio para la actividad aseguradora, en el que se estiman unos crecimientos de las primas de seguros de No Vida del 5,6% en 2025 y del 4,8% en 2026, en línea con la desaceleración económica prevista.

Por otro lado, la inflación en China continúa débil, 0,5% interanual en el mes de enero, ligeramente superior a la media del año 2024 del 0,2%. En este entorno, el banco central ha decidido seguir con su política monetaria acomodaticia, manteniendo en su reunión de enero sus dos tipos de interés de política monetaria de referencia en el 3,1% para el tipo a un año y el 3,6% para el tipo a cinco años (referencia habitual para el crédito hipotecario). En las curvas de EIOPA (véase la Gráfica 2.1.13-a), se observa que los tipos de interés libres de riesgo de mercado en el mes de diciembre vuelven a caer a lo largo de toda la curva, reflejando las expectativas de continuidad de las medidas monetarias acomodaticias.

De esta forma, los niveles de los tipos a largo plazo continúan significativamente por encima de los tipos a corto plazo, ofreciendo una prima por plazo positiva y una rentabilidad superior a las tasas de inflación, lo que constituye un entorno propicio para el negocio de los seguros



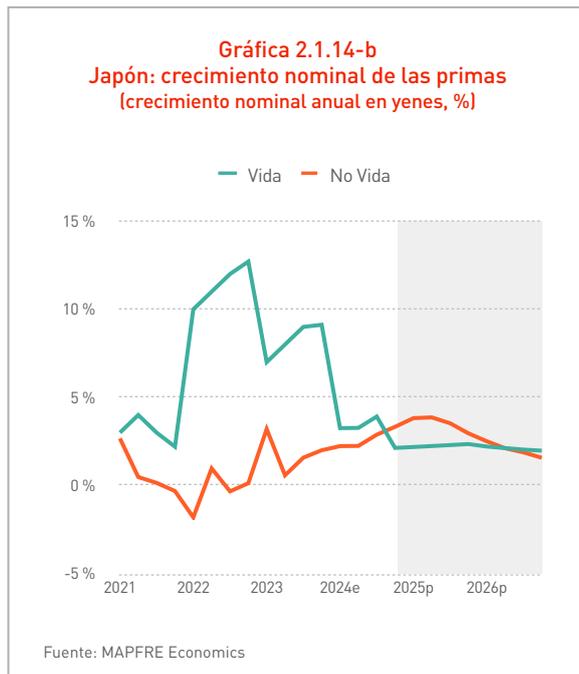
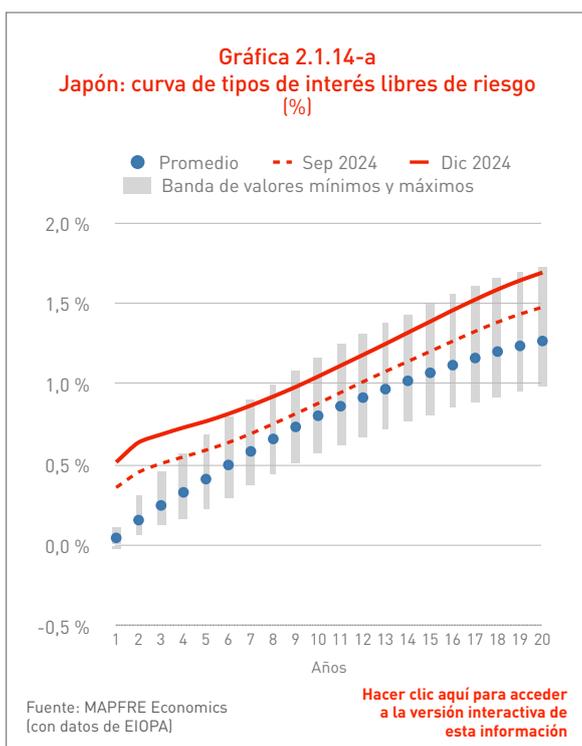
de Vida ahorro y rentas vitalicias, si bien el entorno de menores niveles en los tipos de interés podría desacelerar este negocio. Así, se prevé un crecimiento de las primas de seguros en el segmento de Vida del 7,4% en 2025 y del 6,8% en 2026, por debajo del crecimiento de los últimos dos años (véase la Gráfica 2.1.13-b).



2.1.14 Japón

Para el caso de la economía japonesa, mejoran las expectativas de crecimiento económico en 2025 hasta el 1,2% (-0,2% en 2024), seguida de una ligera desaceleración en 2026, hasta el 0,8%. Por su parte, la inflación sigue repuntando hasta el 3,6% interanual en el mes de diciembre, una tasa no vista en décadas en la economía de Japón, frente a la inflación media del año 2024 del 2,6%. Este entorno de crecimiento económico y repunte de la inflación hace prever un crecimiento de las primas del negocio asegurador de No Vida para 2025 en el entorno del 3,0%, y del 1,6% en 2026, en línea con la desaceleración económica prevista para ese período. La rentabilidad de las entidades aseguradoras puede resentirse ante el repunte de la inflación, si bien se espera que en los próximos dos años este indicador continúe su tendencia hacia su moderación y que la mejora en la rentabilidad financiera de las carteras de inversiones de las entidades aseguradoras niponas puede compensar el efecto negativo del repunte de los precios.

Ante los nuevos datos de inflación en el mes de enero de 2025, el Banco de Japón decidió implementar la tercera subida consecutiva de tipos de interés, elevando los tipos a corto plazo en 25 pbs, hasta el 0,5%, con lo que



queda lejos ya del territorio de tipos de interés negativos y del control del rendimiento del bono soberano a diez años que todavía tenía implementados hasta el mes de marzo de 2024. Este contexto sigue mejorando el entorno de tipos de interés para el desarrollo del segmento de los seguros de Vida. En las curvas de tipos de interés libres de riesgo producidas por EIOPA al cierre del mes de junio de 2024 (véase la Gráfica 2.1.14-a), se observa una nueva subida en todos los tramos de la curva de mercado, con valores positivos en todos sus tramos, aunque en niveles por debajo de los últimos datos de inflación, lo que deja los tipos de interés reales en territorio negativo. La curva de tipos de interés presenta una pendiente positiva, lo que permite ofrecer una prima positiva para las garantías de tipos de interés a más largo plazo y, por tanto, presenta un entorno adecuado para el desarrollo de los seguros de Vida ahorro y de rentas vitalicias, estimándose que las primas de los seguros de Vida podrían crecer un 2,4% y un 2,0% en 2025 y 2026, respectivamente (véase la Gráfica 2.1.14-b).

2.1.15 Reaseguro

De acuerdo con estimaciones de Swiss Re Institute⁶ y Munich Re⁷, las pérdidas aseguradas por catástrofes naturales se situarán entre los 135.000 y 140.000 millones de dólares en 2024, superando por quinto año consecutivo los

100.000 millones de dólares. El cambio climático desempeñó un papel importante en el aumento de las pérdidas económicas de 2024, las cuales superarán los 300.000 millones de dólares, al favorecer las condiciones que dieron lugar a muchas de las catástrofes del año (huracanes, tormentas convectivas severas e inundaciones).

América del Norte reportó la mayor proporción de pérdidas por catástrofes naturales a nivel mundial y una proporción más alta de lo habitual en la región. Los huracanes Helene y Milton tocaron tierra en la costa de Florida el 27 de septiembre y el 9 de octubre, respectivamente, y fueron los desastres más destructivos de 2024. Los daños de Helene se extendieron desde el noroeste de Florida hasta Tennessee, Georgia y Carolina del Norte, donde se produjeron inundaciones generalizadas, graves y sin precedentes, que provocaron cientos de víctimas mortales y miles de millones de dólares en daños materiales. Los efectos del huracán Milton en la zona este y central de Florida fueron significativos, incluida una serie de tornados y ráfagas de viento con fuerza de huracán. En el lado norte de Milton se produjeron lluvias torrenciales que provocaron inundaciones localizadas y crecidas en los ríos y arroyos de la zona. Se espera que las pérdidas aseguradas por ambos huracanes asciendan a alrededor de 50 mil millones de dólares.

Europa sufrió intensas inundaciones en 2024, ocasionando las segundas mayores pérdidas aseguradas por inundaciones en la región. Las más graves fueron las inundaciones extraordinarias ocurridas en España, producidas por la DANA (depresión aislada en niveles altos), que afectó al este y el sur peninsular y Baleares desde el 26 de octubre hasta el 4 de noviembre, causando numerosos daños por inundación y por tempestad ciclónica atípica, y muy en particular, las trágicas inundaciones de Valencia y Albacete del 29 de octubre, en las que más de 200 personas perdieron la vida. A comienzos de 2025, el Consorcio de Compensación de Seguros de España había abonado 1.544 millones de euros (121.652 indemnizaciones) y mantiene su estimación inicial de que los daños asegurados totales ascenderán a unos 3.500 millones de euros. A esa cantidad hay que añadir los cerca de 36 millones abonados por Agroseguro a los agricultores afectados por la DANA. En territorio europeo, también causaron cuan-

tiosos daños asegurados las inundaciones de junio en Alemania y países vecinos, y las de Europa Central y Oriental en septiembre (tormenta Boris).

En la región de Asia y el Pacífico, el 1 de enero de 2024 un terremoto de magnitud 7,6 sacudió la península de Noto, en la prefectura de Ishikawa (Japón), que se considera como el tercer desastre natural más costoso del año en términos de pérdidas totales (15.000 millones de dólares), y con unas pérdidas aseguradas por un total de alrededor de 2.500 millones de dólares. Las inundaciones extremas ocurridas en el mes de abril en los Emiratos Árabes Unidos, que afectaron duramente a la metrópoli de Dubai, causaron daños estimados asegurados de 2.800 millones de dólares.

Por otra parte, en enero de 2025 estallaron una serie de incendios forestales en Los Ángeles que están causando cuantiosos daños económicos y personales, siendo aún temprano para cuantificar las pérdidas totales que están produciendo y cuáles de ellas están aseguradas. Las pérdidas aseguradas por los incendios forestales de Los Ángeles podrían oscilar entre los 20.000 y 30.000 millones de dólares, incluyendo el mercado privado de seguros y el Plan FAIR de California, que proporciona un seguro de propiedad básico a los residentes y empresas de California que no pueden obtener un seguro a través de una compañía de seguros regular⁸.

Se estima⁹ que, tras las correcciones de los años recientes en los términos y condiciones de reaseguro, el sector reasegurador entra en 2025 con una posición financiera sólida (con excepciones en algunas regiones afectadas por pérdidas de alta frecuencia), gracias al aumento de los precios del mercado primario, acompañado de precios más altos de reaseguro y términos y condiciones de suscripción más estrictos; condiciones que han ayudado a las reaseguradoras a protegerse de las pérdidas por catástrofes de 2024. Al buen desempeño operativo hay que añadir un fuerte retorno de la inversión que ha fortalecido la posición de capital del sector de reaseguros. Gracias a la suficiencia de capacidad, se prevé una mejora de precios y condiciones en las renovaciones de reaseguro de 2025, condicionado a cómo evolucione el año y a la ocurrencia o no de eventos catastróficos significativos.

2.2 Tendencias regulatorias y de supervisión

2.2.1 Reforma de Solvencia II

El 8 de enero de 2025¹⁰, se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea la Directiva (UE) 2025/2 de 27 de noviembre de 2024, del Parlamento Europeo y del Consejo que modifica la Directiva Solvencia II y las nuevas normas sobre recuperación y resolución de entidades aseguradoras (IRRD). En términos generales, esta nueva norma introduce reformas que afectan a la proporcionalidad, la calidad de la supervisión, la presentación de información, las medidas de garantía a largo plazo, los instrumentos macroprudenciales, los riesgos de sostenibilidad y la supervisión de grupo y transfronteriza. Su plazo de transposición a los ordenamientos jurídicos de los diferentes Estados miembros finaliza el 29 de enero de 2027. Asimismo, la Directiva publicada prevé la necesidad de preparar nuevas normas adicionales complementarias con actos delegados de la Comisión Europea, además de la necesaria transposición de la Directiva por parte de los Estados miembros.

2.2.2 Informe 2024 de estabilidad financiera de EIOPA

El 12 de diciembre de 2024, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones (EIOPA) publicó su último informe de estabilidad financiera¹¹, en el que pone de relieve los principales riesgos para el sector asegurador y de los fondos de pensiones.

Panorama macroeconómico y contexto geopolítico

EIOPA destaca en su informe que las tensiones geopolíticas, como la guerra en Ucrania y la inestabilidad política global, están generando tensiones que, aunque no han provocado grandes caídas en los mercados de valores, aumentan los riesgos subyacentes, particularmente a través de los precios de la energía. A pesar de la caída reciente de la inflación, los cuellos de botella que podrían producirse y las incertidumbres económicas son susceptibles de alterar las condiciones macroeconómicas actuales. Por otra parte, las tasas de crecimiento en la Eurozona muestran señales de desaceleración.

Aunque el mercado laboral se mantiene sólido, hay señales de enfriamiento, lo que podría amplificar los efectos económicos en caso de un deterioro adicional de las condiciones económicas.

Inversiones inmobiliarias

El informe resalta la importancia de las inversiones en bienes inmuebles por parte de aseguradoras y fondos de pensiones, destacando que representan aproximadamente el 10% de sus carteras totales, poniendo de relieve que los precios de los inmuebles comerciales y residenciales han experimentado caídas significativas en algunos mercados desde 2022 debido a las altas tasas de interés y el entorno económico incierto. No obstante, el informe subraya que el riesgo asociado a estas inversiones es limitado a nivel sectorial, si bien algunas empresas individuales podrían enfrentarse a dificultades significativas si se produjeran *shocks* adicionales en el mercado, particularmente en algunos países con mayores caídas de precios como los escandinavos y Alemania, frente a un crecimiento moderado en Grecia y Croacia impulsado por inversiones extranjeras. En este contexto, las aseguradoras han mantenido un enfoque de "compra y retención", evitando ventas masivas durante la caída lo que, por otro lado, ha ayudado a estabilizar el mercado.

Reaseguro intensivo en activos

El informe explora los riesgos potenciales derivados de la creciente tendencia mundial observada en el denominado reaseguro intensivo en activos (que implica la transferencia de riesgos tanto de inversión como de suscripción, normalmente asociados a determinados pasivos de seguro de vida a largo plazo), contextualizando las tendencias en el sector europeo de los seguros en el que, de momento, menos del 1% del segmento de Vida se reasegura con contrapartes domiciliadas fuera de la Unión Europea y el Espacio Económico Europeo (siendo el Reino Unido y las Bermudas las jurisdicciones más importantes).

Los problemas de estabilidad financiera parecen limitados por ahora, dado que actualmente solo un número reducido de (re)aseguradores europeos y en pocos Estados miembros, ceden negocio a través de este instrumento. Sin embargo, la concentración de este negocio entre

unos pocos reaseguradores, a menudo con modelos de negocio alternativos y en jurisdicciones extraterritoriales específicas, justifica la supervisión. De hecho, los datos recopilados por EIOPA muestran que el uso de este tipo de reaseguro está asociado a una mayor asignación a activos alternativos como el crédito privado. El informe advierte que estas transacciones, a menudo motivadas por la optimización de capital y la flexibilidad de inversión, pueden generar riesgos sistémicos en caso de incumplimiento de los reaseguradores. Además, destaca la necesidad de una supervisión más estricta y de medidas de mitigación para gestionar los riesgos asociados a este tipo de reaseguro.

Cambio climático

El cambio climático sigue siendo un tema crítico, con eventos como sequías, incendios forestales y fenómenos meteorológicos extremos que afectan cada vez más al sector asegurador. Estos eventos no solo aumentan las pérdidas económicas, sino que también agravan las brechas de protección contra eventos climáticos extremos por las pérdidas no aseguradas. El informe sugiere que esquemas, como son las asociaciones público-privadas, podrían ayudar a reducir estas brechas y garantizar una cobertura adecuada.

Digitalización

En el ámbito de la digitalización, los riesgos cibernéticos han aumentado considerablemente, en parte debido a la posibilidad de ataques patrocinados por estados y la rápida adopción de tecnologías como la inteligencia artificial. EIOPA destaca la necesidad de implementar el Digital Operational Resilience Act (DORA) para reforzar la resiliencia digital del sector financiero y protegerlo frente a interrupciones tecnológicas.

Resiliencia del sector asegurador y de pensiones

El informe también resalta que, aunque el sector se enfrenta a presiones de costes y una mayor incertidumbre, su enfoque en inversiones diversificadas y de largo plazo lo posiciona bien para apoyar la estabilidad financiera en Europa. Destaca que el sector asegurador europeo gestiona activos por valor de 9,5 billones de

euros, mientras que los fondos de pensiones gestionan 2,7 billones, sirviendo a más de 71 millones de personas. Estos sectores han demostrado una notable resiliencia frente a los desafíos recientes, como la pandemia del Covid-19 y el aumento de tasas de interés, gracias a una sólida regulación bajo los marcos de Solvencia II e IORP II. A pesar de esto, se subraya la importancia de seguir vigilando los riesgos emergentes, como los asociados a activos alternativos y la exposición al mercado inmobiliario.

2.2.3 Test de Estrés del Sector Asegurador Europeo 2024

El ejercicio de prueba de estrés de 2024 realizado por EIOPA y publicado el pasado mes de diciembre¹² evaluó la resiliencia de la industria de seguros europea frente a la incertidumbre derivada de las consecuencias económicas de una intensificación de las tensiones geopolíticas y de las perturbaciones que esto podría causar en las cadenas de suministros, llevando a un menor crecimiento económico y a un nuevo repunte de la inflación. Este escenario (severo, pero plausible), desarrollado en cooperación con la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB), iría acompañado de unos efectos de segunda ronda, derivados de una espiral de precios y salarios, lo que llevaría a una reevaluación de las expectativas del mercado sobre los tipos de interés en diferentes plazos y monedas. El endurecimiento resultante de las condiciones de financiamiento aumentaría de manera heterogénea las tasas de los bonos gubernamentales y afectaría la rentabilidad corporativa, ampliaría los diferenciales de crédito y tendría un impacto negativo en otras clases de activos y en el crecimiento económico.

Este sexto ejercicio a nivel de la Unión Europea cubre una muestra representativa de 48 participantes de 20 países¹³, abarcando alrededor del 75% del mercado del Área Económica Europea (EEE) y comprende tanto un componente de capital como de liquidez. Los resultados muestran que la industria de seguros europea, en general, está bien capitalizada. Esta fuerte posición inicial proporciona suficiente capital para soportar la materialización de los eventos del escenario de la prueba de estrés.

Ratio de solvencia post stress

Como resultado de la prueba, el ratio de solvencia agregado cae en 98,5 puntos porcentuales (pp), desde el 221,8% hasta el 123,3% en el post estrés, con una caída total del capital sin la aplicación de acciones de gestión que supera los 270 mil millones de euros. Tanto los fondos propios elegibles (EOF) como el capital de solvencia requerido (SCR) contribuyeron a la reducción del ratio de solvencia agregado, con los primeros reducidos en un 40,3% y el segundo aumentado en un 7,4%. Estos efectos son algo más severos en comparación con la prueba de estrés de 2021 (38,2% y 7,1%, respectivamente), aunque con un escenario, alcance y base diferentes.

Acciones de gestión reactiva

No obstante, la caída del ratio post estrés sería menor, quedando en el 139,9%, si se consideran acciones de gestión reactiva por parte de las entidades aseguradoras (por ejemplo, la venta de activos). La aplicación de este tipo de acciones de gestión reactiva es una mejora metodológica que considera los marcos de gestión de riesgos de los participantes y no solo el cumplimiento del ratio de solvencia regulatorio. El número de participantes que aplican acciones de gestión reactiva es de 26, muchos de ellos más de una, resultando en un total de 95 acciones. Además del resultado agregado, es de destacar que 8 participantes quedarían con un ratio de solvencia por debajo del 100% en el escenario post estrés, si no aplicasen acciones de gestión reactiva. Sin embargo, tanto para estos como para el resto de los participantes, los activos seguirían siendo suficientes para cubrir las obligaciones con los asegurados. Los 8 participantes muestran su capacidad para restaurar sus posiciones por encima del 100% aplicando acciones de gestión reactiva.

Los resultados también muestran que el sector posee activos líquidos adecuados, a pesar de que el escenario adverso generó necesidades de liquidez materiales, derivadas principalmente de la necesidad de efectuar pagos por los rescates, resultando en ventas netas de activos por importe de 206,7 mil millones de euros bajo la consideración de "balance fijo" (es decir, sin aplicar acciones de gestión reactivas). Las ventas netas aumentan a 305,6 mil

millones de euros, cuando se permiten las acciones de gestión reactiva, lo que representa aproximadamente el 4,0% de los volúmenes de negociación promedio trimestrales de bonos en el Espacio Económico Europeo.

EIOPA evaluará la necesidad de emitir recomendaciones sobre aspectos relevantes donde se identificaron riesgos. El resultado del ejercicio informará de los procesos de supervisión a nivel europeo y nacional.

2.2.4 Marco normativo de resiliencia operativa digital del sector financiero en la Unión Europea (DORA)

El 17 de enero de 2025, entró en vigor el nuevo marco normativo completo para la resiliencia operativa digital del sector financiero en la Unión Europea¹⁴, tras la publicación en el Diario Oficial de una serie de reglamentos comunitarios de aplicación directa que complementan el Reglamento (UE) 2022/2554 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de diciembre de 2022¹⁵, sobre la resiliencia operativa digital del sector financiero. Esta normativa tiene como objetivo armonizar los requisitos para garantizar la resiliencia operativa digital en el sector financiero de la Unión Europea, incluidas las entidades aseguradoras, tratando de asegurar la capacidad de una entidad para la continuidad de sus servicios, incluso en caso de perturbaciones, mediante la identificación, protección, detección, respuesta y recuperación ante los denominados riesgos de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC). Asimismo, establece la obligación de informar a las autoridades competentes sobre incidentes graves relacionados con las TIC, de realizar pruebas de resiliencia y de controlar los riesgos relacionados con los proveedores de servicios TIC externos.

2.2.5 Regulación sobre Inteligencia Artificial

El 12 de julio de 2024, se publicó en el Diario Oficial de la Unión Europea el denominado Reglamento de Inteligencia Artificial (UE) 2024/1689, por el que se establecen normas armonizadas para la inteligencia artificial¹⁶. La Comisión Europea continúa avanzando en el desarrollo de este reglamento que busca

garantizar un uso seguro y ético de la Inteligencia Artificial (IA), afectando a todas las industrias, incluidas las entidades aseguradoras, y mitigar los riesgos asociados imponiendo obligaciones de transparencia y seguridad en el uso de tecnologías de IA¹⁷.

Clasificación y gestión de riesgos

El reglamento introduce una clasificación de los sistemas de IA en función del nivel de riesgo que representan, considerando cuatro categorías: inaceptable, alto, limitado y mínimo. Los sistemas de IA considerados de "riesgo inaceptable" están prohibidos, mientras que aquellos de "alto riesgo" están sujetos a estrictos requisitos de cumplimiento. Esta clasificación busca proteger los derechos fundamentales y la seguridad de los ciudadanos al evitar aplicaciones de IA que puedan tener impactos graves en la sociedad, como la vigilancia masiva o la manipulación. La categorización permite una regulación proporcional, donde las tecnologías menos arriesgadas están sujetas a menos restricciones, fomentando al mismo tiempo la innovación en áreas donde el riesgo es menor.

Requisitos para IA de alto riesgo

Los sistemas de IA clasificados de alto riesgo, como aquellos utilizados en infraestructuras críticas, educación, empleo, gestión de trabajadores, acceso a servicios esenciales, y el mantenimiento de la seguridad pública, deben cumplir con estrictas obligaciones. Estas incluyen transparencia en su funcionamiento, la trazabilidad de sus decisiones y la supervisión humana constante para evitar decisiones automáticas que puedan afectar negativamente a los derechos fundamentales de las personas. Estos requisitos garantizan que los sistemas de alto riesgo no solo funcionen correctamente, sino que también sean auditables y explicables. La trazabilidad es crucial, ya que permite reconstruir las decisiones de la IA, garantizando que estas sean revisables y corregibles en caso de error. La supervisión humana es otro pilar clave, asegurando que las máquinas no tomen decisiones críticas sin la intervención de un ser humano.

Prohibiciones

El reglamento prohíbe expresamente ciertas aplicaciones de IA que se consideran excesivamente peligrosas. Entre ellas se incluyen los

sistemas de IA diseñados para manipular el comportamiento humano de manera que pueda resultar en un daño físico o psicológico significativo, la vigilancia masiva y continua de personas en espacios públicos, y el uso de IA para la puntuación social similar al sistema utilizado en algunos países. Estas prohibiciones reflejan un enfoque preventivo por parte de la Unión Europea para evitar los posibles abusos de la tecnología de IA. La prohibición de la puntuación social, por ejemplo, responde al riesgo de que los sistemas de IA puedan discriminar a las personas basándose en datos de comportamiento, afectando injustamente su acceso a servicios o sus derechos en general.

Protección de datos y derechos fundamentales

El reglamento enfatiza la importancia de proteger los datos personales y los derechos fundamentales en el desarrollo y uso de sistemas de IA. Se establece una relación clara entre las regulaciones de IA y las leyes existentes sobre protección de datos, como el Reglamento General de Protección de Datos (RGPD). Cualquier sistema de IA que maneje datos personales debe cumplir estrictamente con estas normativas, garantizando así la privacidad y seguridad de los datos. Además, el reglamento aborda preocupaciones sobre posibles sesgos y discriminación en los sistemas de IA, estableciendo que los desarrolladores deben implementar medidas para evitar estas situaciones. Esto incluye la evaluación de los datos utilizados para entrenar a los sistemas de IA y asegurar que sean representativos y no discriminatorios. La protección de los derechos fundamentales está en el centro del marco regulatorio, asegurando que la tecnología no se desarrolle a expensas de los valores fundamentales de la sociedad europea.

Fomento de la innovación

El reglamento también incluye medidas específicas para fomentar la innovación en el campo de la IA. Se reconoce que tiene un gran potencial para impulsar el crecimiento económico y resolver desafíos sociales, por lo que se promueven "espacios controlados de pruebas", en donde las innovaciones puedan desarrollarse y probarse en un entorno controlado y sin estar sujetas a las regulaciones más estrictas. Además, se da especial atención a las pe-

queñas y medianas empresas y *startups*, proporcionando apoyo y orientaciones para que puedan competir en igualdad de condiciones con las grandes empresas tecnológicas. Esto incluye la posibilidad de recibir financiación, asistencia técnica y acceso a infraestructuras de investigación. El objetivo es crear un ecosistema europeo dinámico en el que la innovación en IA pueda prosperar sin comprometer la seguridad y los derechos de los ciudadanos.

La entrada en vigor del reglamento se estableció a los veinte días de su publicación en el Diario Oficial de la Unión Europea siendo aplicable a partir del 2 de agosto de 2026, salvo algunas disposiciones que se aplicarán a partir del 2 de agosto de 2025 y otras de forma demorada a partir del 2 de agosto de 2027.

2.2.6 Informe de la IAIS sobre el mercado global de seguros (GIMAR 2024)

En el mes de diciembre de 2024, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) publicó su *Reporte del Mercado Global de Seguros 2024* (GIMAR 2024)¹⁸, con el cual los reguladores y supervisores evalúan los riesgos y tendencias clave en el sector asegurador, y la posible acumulación de potenciales riesgos sistémicos. En esta ocasión, este ejercicio, de carácter anual, se basó en los datos recopilados de 59 de los mayores grupos de seguros internacionales, así como en datos agregados del seguimiento a nivel de sector de los supervisores de todo el mundo, que cubren más del 90% de las primas emitidas a nivel mundial.

Las perspectivas para el sector de los seguros en 2025 siguen siendo estables, aunque en medio de un panorama macroeconómico y geopolítico incierto. Se espera que las aseguradoras de Vida mantengan o mejoren los ratios de solvencia mediante sólidas reservas de capital y una gestión eficaz de los riesgos, a pesar de los retos que incluyen la volatilidad de los tipos de interés y el riesgo de longevidad. La gestión proactiva de los activos y pasivos (ALM) y las pruebas de estrés tienen como objetivo mantener el riesgo de liquidez dentro de límites aceptables a pesar de la volatilidad del mercado. En cuanto a las aseguradoras de No Vida, se espera que mantengan unos ratios de solvencia estables, respaldados por una sólida

suscripción y unos ingresos por inversiones robustos.

Por lo que toca a la rentabilidad, se espera que se mantenga estable o mejore, respaldada por la rentabilidad de las inversiones. Entre los principales aspectos sobre los que las entidades aseguradoras centrarán sus esfuerzos, destacan el crecimiento mediante la suscripción de nuevos negocios, la realización de adquisiciones estratégicas, el reposicionamiento de activos, el aprovechamiento de las herramientas digitales y el análisis basado en la inteligencia artificial para mejorar la eficiencia y la fidelización de los clientes. En este sentido, el riesgo asociado a la digitalización se considera moderado, pero va en aumento a medida que las aseguradoras adoptan nuevas tecnologías.

2.2.7 Marco armonizado para la supervisión de solvencia de la IAIS

La IAIS, en su carácter de organismo internacional encargado de establecer estándares de regulación y supervisión en materia de la actividad aseguradora y contribuir a la estabilidad financiera, ha venido trabajando en la elaboración de los marcos armonizados para la supervisión de solvencia de los grupos aseguradores internacionalmente activos (Internationally Active Insurance Groups, IAIGs). Fruto de este trabajo el 5 de diciembre de 2024 adoptó el primer estándar global integral de capital para la supervisión de seguros, el Estándar de Capital de Seguros (ICS), tras una década para su desarrollo, seis ejercicios de prueba de campo y cinco años de monitorización. Este estándar proporciona una medida cuantitativa de capital basada en el riesgo para los grupos de seguros internacionalmente activos (IAIG), proporcionando un lenguaje común para las discusiones de supervisión transfronteriza sobre la solvencia de los grupos de seguros, lo cual es importante teniendo en cuenta que se trata de grupos complejos que operan en múltiples jurisdicciones y regiones, lo que amplifica la importancia de tener un lenguaje común para la supervisión de solvencia.

Los detalles del ICS se han adoptado en el texto de Nivel 1 que establece los principios y conceptos generales del ICS, y el texto de Nivel 2 que proporciona especificaciones detalladas.

La IAIS ha publicado documentos de apoyo adicionales con el documento de calibración del ICS que proporciona explicaciones sobre el cálculo de las diferentes cargas por cada riesgo del ICS y su agregación. Asimismo, se pone a disposición información detallada para todos los módulos dentro de los riesgos de seguros, de mercado, de crédito y operativos, así como las matrices de correlación utilizadas para agregar las cargas de capital por riesgo¹⁹.

Una vez aprobado el estándar, se ha iniciado un proceso de implementación en 2025 para su posterior evaluación, con una metodología que está siendo desarrollada actualmente por parte de la propia IAIS. Así, en 2026, esta asociación de supervisores coordinará una autoevaluación por parte de sus miembros respecto al progre-

so en la implementación del ICS (incluido el Método de Agregación, AM, desarrollado por los Estados Unidos) y, en 2027, será la propia IAIS la que iniciará evaluaciones jurisdiccionales específicas. La intención es que este estándar sea aplicable a los IAIGs que tengan un volumen mínimo de actividad internacional, conforme a tres criterios: (i) que cuenten con al menos 50.000 millones de dólares de activos o 10.000 millones de dólares de primas; (ii) que realicen actividades en al menos tres jurisdicciones, y (iii) que al menos un 10% de las primas hayan sido suscritas fuera de la jurisdicción de origen.

Apéndice A: previsiones macroeconómicas

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

	Escenario Base (EB)					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	6,1	2,5	2,9	2,8	2,5	2,0
Eurozona	6,3	3,6	0,5	0,8	1,1	1,4
Alemania	3,6	1,4	-0,1	-0,2	0,3	1,1
Francia	6,8	2,6	1,1	1,1	0,7	1,2
Italia	8,8	4,8	0,8	0,5	0,7	0,9
España	6,7	6,2	2,7	3,1	2,4	1,7
Portugal	5,6	7,0	2,5	1,6	1,8	2,1
Reino Unido	8,6	4,8	0,4	0,8	1,4	1,3
Japón	2,8	0,9	1,5	-0,2	1,2	0,8
Mercados emergentes	7,0	4,0	4,4	4,0	3,3	3,2
América Latina	7,4	4,2	2,2	1,8	1,6	1,7
México	6,3	3,7	3,3	1,5	1,1	1,5
Brasil	5,1	3,1	3,2	3,2	2,0	1,8
Argentina	10,4	5,3	-1,6	-2,3	3,4	3,1
Colombia	10,8	7,3	0,6	1,8	2,5	3,0
Chile	11,6	2,1	0,3	2,2	2,2	2,4
Perú	13,4	2,8	-0,4	3,1	2,8	2,9
Emergentes europeos¹	7,1	0,6	3,3	3,2	2,2	2,5
Turquía	11,4	5,5	5,1	2,7	2,6	3,3
Asia Pacífico	7,7	4,4	5,7	4,8	4,4	4,1
China	8,5	3,0	5,2	4,8	4,3	4,0
Indonesia	3,7	5,3	5,0	5,0	4,9	5,0
Mundo	6,6	3,6	3,3	3,2	3,1	3,0

	Escenario Estresado (EE)					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	6,1	2,5	2,9	2,8	2,5	2,2
Eurozona	6,3	3,6	0,5	0,8	0,9	1,0
Alemania	3,6	1,4	-0,1	-0,2	0,1	0,7
Francia	6,8	2,6	1,1	1,1	0,5	0,9
Italia	8,8	4,8	0,8	0,5	0,6	0,7
España	6,7	6,2	2,7	3,1	2,2	1,5
Portugal	5,6	7,0	2,5	1,6	1,8	1,6
Reino Unido	8,6	4,8	0,4	0,8	1,3	1,2
Japón	2,8	0,9	1,5	-0,2	1,1	0,6
Mercados emergentes	7,0	4,0	4,4	4,0	3,0	2,8
América Latina	7,4	4,2	2,2	1,8	1,3	1,3
México	6,3	3,7	3,3	1,5	0,5	0,7
Brasil	5,1	3,1	3,2	3,2	1,8	1,6
Argentina	10,4	5,3	-1,6	-2,3	3,3	2,9
Colombia	10,8	7,3	0,6	1,8	2,3	2,6
Chile	11,6	2,1	0,3	2,2	2,0	2,2
Perú	13,4	2,8	-0,4	3,1	2,6	2,8
Emergentes europeos¹	7,1	0,6	3,3	3,2	2,2	2,5
Turquía	11,4	5,5	5,1	2,7	2,5	3,0
Asia Pacífico	7,7	4,4	5,7	4,8	4,1	3,8
China	8,5	3,0	5,2	4,8	4,0	3,6
Indonesia	3,7	5,3	5,0	5,0	4,8	4,8
Mundo	6,6	3,6	3,3	3,2	2,9	2,8

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

¹Europa del Este
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2021	2022	2023	2024 ^(e)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
Estados Unidos	4,7	8,0	4,1	3,0	2,9	2,6
Eurozona	2,6	8,4	5,4	2,4	2,3	1,7
Alemania	3,1	6,9	5,9	2,3	2,2	1,8
Francia	1,6	5,2	4,9	2,0	1,7	1,8
Italia	1,9	8,2	5,6	1,0	1,9	1,7
España	3,1	8,4	3,5	2,8	2,5	1,9
Portugal	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1	1,9
Reino Unido	2,6	9,1	7,3	2,6	2,6	2,3
Japón	-0,2	2,5	3,3	2,6	2,0	1,8
Mercados emergentes²	5,8	9,6	8,1	5,9	4,5	3,8
América Latina²	9,9	14,2	14,8	9,0	8,6	8,0
México	5,7	7,9	5,5	4,7	3,9	3,7
Brasil	8,3	9,3	4,6	4,4	4,9	4,2
Argentina	48,4	72,4	133,5	219,8	46,7	26,0
Colombia	3,5	10,2	11,7	6,6	4,5	3,5
Chile	4,5	11,6	7,3	3,9	4,2	3,2
Perú	4,0	7,9	6,3	2,4	2,1	2,4
Emergentes europeos¹	9,0	25,2	17,1	16,9	11,1	7,3
Turquía	19,6	72,3	53,9	58,5	31,8	18,8
Asia Pacífico	2,3	3,9	2,4	0,5	0,9	1,4
China	0,9	2,0	0,2	0,2	0,7	1,3
Indonesia	1,6	4,1	3,7	2,3	2,4	2,5
Mundo²	3,3	4,7	8,6	4,2	3,5	3,0

	Escenario Estresado (EE)					
	2021	2022	2023	2024 ^(e)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
Estados Unidos	4,7	8,0	4,1	3,0	3,0	3,2
Eurozona	2,6	8,4	5,4	2,4	2,5	2,0
Alemania	3,1	6,9	5,9	2,3	2,2	1,9
Francia	1,6	5,2	4,9	2,0	1,9	2,0
Italia	1,9	8,2	5,6	1,0	2,0	1,9
España	3,1	8,4	3,5	2,8	2,6	2,1
Portugal	1,3	7,8	4,3	2,4	1,9	1,8
Reino Unido	2,6	9,1	7,3	2,6	2,7	2,6
Japón	-0,2	2,5	3,3	2,6	2,0	1,9
Mercados emergentes²	5,8	9,6	8,1	5,9	4,8	4,3
América Latina²	9,9	14,2	14,8	9,0	8,8	8,1
México	5,7	7,9	5,5	4,7	3,8	3,7
Brasil	8,3	9,3	4,6	4,4	5,1	4,4
Argentina	48,4	72,4	133,5	219,8	52,0	31,0
Colombia	3,5	10,2	11,7	6,6	4,9	3,8
Chile	4,5	11,6	7,3	3,9	4,5	3,8
Perú	4,0	7,9	6,3	2,4	2,6	2,5
Emergentes europeos¹	9,0	25,2	17,1	16,9	11,1	7,3
Turquía	19,6	72,3	53,9	58,5	35,0	20,0
Asia Pacífico	2,3	3,9	2,4	0,5	1,0	2,0
China	0,9	2,0	0,2	0,2	0,9	1,9
Indonesia	1,6	4,1	3,7	2,3	2,6	2,8
Mundo²	3,3	4,7	8,6	4,2	3,7	3,5

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

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

¹Europa del Este ²Ex Argentina
 Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025.

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

	Escenario Base (EB)					
	2021	2022	2023	2024 ^(e)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
Estados Unidos	1,52	3,88	3,88	3,78	3,72	3,71
Eurozona	0,32	3,39	2,79	3,00	3,30	3,27

	Escenario Esresado (EE)					
	2021	2022	2023	2024 ^(e)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
Estados Unidos	1,52	3,88	3,88	3,78	5,52	5,43
Eurozona	0,32	3,39	2,79	3,00	3,19	3,17

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2021	2022	2023	2024 ^(e)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
USD-EUR	0,88	0,94	0,90	0,96	0,95	0,95
EUR-USD	1,13	1,07	1,11	1,04	1,05	1,06
GBP-USD	1,35	1,20	1,27	1,31	1,32	1,32
USD-JPY	115,00	132,65	141,91	156,65	153,95	147,23
USD-CNY	6,35	6,90	7,10	7,30	7,42	7,41

	Escenario Estresado (EE)					
	2021	2022	2023	2024 ^(e)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
USD-EUR	0,88	0,94	0,90	0,96	0,96	0,95
EUR-USD	1,13	1,07	1,11	1,04	1,04	1,05
GBP-USD	1,35	1,20	1,27	1,31	1,24	1,25
USD-JPY	115,00	132,65	141,91	156,65	156,10	149,15
USD-CNY	6,35	6,90	7,10	7,30	7,68	7,80

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025.

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

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

	Escenario Base (EB)					
	2021	2022	2023	2024 ^(e)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
Estados Unidos	0,25	4,50	5,50	4,50	3,50	2,75
Eurozona	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	1,75
China	3,00	2,75	2,50	2,00	1,50	1,25

	Escenario Estresado (EE)					
	2021	2022	2023	2024 ^(e)	2025 ^(p)	2026 ^(p)
Estados Unidos	0,25	4,50	5,50	4,50	3,50	3,50
Eurozona	0,00	2,50	4,50	3,25	2,00	2,00
China	3,00	2,75	2,50	2,00	1,25	1,25

Fuente: MAPFRE Economics (con información de centros estadísticos nacionales y FMI)
 Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025.

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

Apéndice B: previsiones de crecimiento de primas

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

	Vida					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	8,6	9,9	5,6	5,5	5,5	5,0
Eurozona						
Alemania	-1,6	-6,9	-5,2	2,7	3,4	4,5
Francia	27,6	-3,5	6,0	3,3	4,4	5,6
Italia	8,3	-14,5	-2,5	3,2	4,8	4,7
España	7,9	3,7	36,5	-13,7	3,6	3,3
Portugal	69,5	-22,3	-14,6	32,2	10,8	7,0
Reino Unido	11,5	-6,3	10,2	5,0	5,1	4,0
América Latina						
México	9,4	1,0	15,8	6,9	5,6	6,5
Brasil	12,2	12,2	9,2	15,6	11,6	9,8
Argentina	53,9	77,4	194,2	247,2	52,5	29,2
Colombia	16,1	67,0	-5,0	8,4	9,4	9,7
Chile	7,8	39,3	23,9	7,1	7,8	8,8
Perú	40,4	4,2	7,2	14,9	10,5	10,8
Emergentes europeos						
Turquía	20,3	75,4	80,5	64,8	36,3	22,0
Emergentes Asia Pacífico						
China	-1,7	4,0	12,8	7,8	7,4	6,8
Indonesia	10,1	-9,4	-7,4	7,8	10,1	10,5
Japón	2,2	12,7	9,1	2,1	2,4	2,0
Mundo¹	5,0	-3,3	6,2	5,3	4,8	4,4

	No Vida					
	2021	2022	2023	2024(e)	2025(p)	2026(p)
Estados Unidos	8,2	9,1	8,7	4,3	4,4	4,4
Eurozona						
Alemania	4,1	2,9	5,1	2,3	2,0	2,5
Francia	5,3	4,0	7,0	3,1	2,9	3,3
Italia	2,9	6,1	8,0	3,0	2,6	2,5
España	3,3	5,1	6,9	7,8	5,1	4,4
Portugal	4,9	6,9	10,7	10,1	4,5	5,3
Reino Unido	10,7	14,1	11,7	3,8	4,2	4,4
América Latina						
México	10,9	7,7	18,5	8,9	8,5	9,0
Brasil	14,9	24,3	9,6	8,1	8,1	7,3
Argentina	51,1	89,4	215,8	248,8	52,9	29,4
Colombia	15,9	19,4	14,5	8,1	8,5	7,0
Chile	14,2	23,3	9,7	7,8	7,9	8,1
Perú	15,3	7,6	5,9	8,3	7,1	7,2
Emergentes europeos						
Turquía	29,4	137,0	111,5	67,4	39,2	24,6
Emergentes Asia Pacífico						
China	0,2	5,2	5,2	6,4	5,6	4,8
Indonesia	8,5	15,4	16,4	6,2	5,8	5,6
Japón	-0,3	0,1	2,0	3,3	3,0	1,6
Mundo¹	6,0	4,4	8,5	4,3	4,5	4,1

Fuente: MAPFRE Economics

¹Previsiones de crecimiento nominal anual en USD
Fecha de cierre de previsiones: 12 febrero 2025.

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

Índice de tablas, gráficas y recuadros

Tablas

Tabla 1.2.1	Estados Unidos: principales agregados macroeconómicos	42
Tabla 1.2.2	Eurozona: principales agregados macroeconómicos	44
Tabla 1.2.3	España: principales agregados macroeconómicos	46
Tabla 1.2.4	Alemania: principales agregados macroeconómicos	48
Tabla 1.2.5	Italia: principales agregados macroeconómicos	50
Tabla 1.2.6	Francia: principales agregados macroeconómicos	52
Tabla 1.2.7	Portugal: principales agregados macroeconómicos	54
Tabla 1.2.8	Reino Unido: principales agregados macroeconómicos	56
Tabla 1.2.9	Japón: principales agregados macroeconómicos	58
Tabla 1.2.10	Turquía: principales agregados macroeconómicos	60
Tabla 1.2.11	México: principales agregados macroeconómicos	63
Tabla 1.2.12	Brasil: principales agregados macroeconómicos	65
Tabla 1.2.13	Argentina: principales agregados macroeconómicos	67
Tabla 1.2.14	Colombia: principales agregados macroeconómicos	69
Tabla 1.2.15	Chile: principales agregados macroeconómicos	71
Tabla 1.2.16	Perú: principales agregados macroeconómicos	73
Tabla 1.2.17	China: principales agregados macroeconómicos	75
Tabla 1.2.18	Indonesia: principales agregados macroeconómicos	77
Tabla A-1	Escenarios Base y Estresado: producto interior bruto (PIB)	101
Tabla A-2	Escenarios Base y Estresado: inflación	102
Tabla A-3	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés de la deuda pública a 10 años	103
Tabla A-4	Escenarios Base y Estresado: tipos de cambio	103
Tabla A-5	Escenarios Base y Estresado: tipo de interés oficial de referencia	103
Tabla B-1	Escenarios Base: primas de seguros	105

Gráficas

Gráfica 1.1.1-a	Estados Unidos: incertidumbre comercial	21
Gráfica 1.1.1-b	Estados Unidos: bono a 10 años	21
Gráfica 1.1.1-c	Global: asignaciones bilaterales a Ucrania y gasto en defensa de la Unión Europea	22
Gráfica 1.1.2-a	Global: crecimiento del PIB e inflación globales y contribución por regiones al crecimiento	23
Gráfica 1.1.2-b	Estados Unidos: escenarios de aranceles a las importaciones bajo la administración Trump	24
Gráfica 1.1.2-c	Eurozona: impacto potencial de las políticas de la administración Trump	24
Gráfica 1.1.2-d	Global: PMIs mercados avanzados y mercados emergentes	30
Gráfica 1.1.2-e	Global: indicadores de comercio internacional	36
Gráfica 1.1.2-f	Mercados emergentes: comercio con Estados Unidos, 2024	36
Gráfica 1.1.4	Balance de riesgos de corto plazo: vulnerabilidades y riesgos globales	38
Gráfica 1.2.1-a	Estados Unidos: deuda no consolidada del gobierno	41
Gráfica 1.2.1-b	Estados Unidos: gasto en intereses de la deuda del Gobierno Federal	41
Gráfica 1.2.1-c	Estados Unidos: descomposición y previsiones del PIB	42
Gráfica 1.2.1-d	Estados Unidos: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	42

Gráfica 1.2.2-a	Eurozona: masa monetaria M3	43
Gráfica 1.2.2-b	Eurozona: velocidad de circulación del dinero	43
Gráfica 1.2.2-c	Eurozona: descomposición y previsiones del PIB	44
Gráfica 1.2.2-d	Eurozona: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	44
Gráfica 1.2.3-a	España: descomposición y previsiones del PIB	46
Gráfica 1.2.3-b	España: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	46
Gráfica 1.2.3-c	España: índice de precios al consumidor	47
Gráfica 1.2.3-d	España: índice de precios inmobiliario residencial	47
Gráfica 1.2.4-a	Alemania: descomposición y previsiones del PIB	48
Gráfica 1.2.4-b	Alemania: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	48
Gráfica 1.2.4-c	Alemania: IPC vs índice de costes salariales	49
Gráfica 1.2.4-d	Alemania: índices de producción industrial vs producción de electricidad	49
Gráfica 1.2.5-a	Italia: descomposición y previsiones del PIB	50
Gráfica 1.2.5-b	Italia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	50
Gráfica 1.2.5-c	Italia: producción de vehículos de pasajeros	51
Gráfica 1.2.5-d	Italia: índice de producción industrial	51
Gráfica 1.2.6-a	Francia: descomposición y previsiones del PIB	52
Gráfica 1.2.6-b	Francia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	52
Gráfica 1.2.6-c	Francia: déficit presupuestario del gobierno	53
Gráfica 1.2.6-d	Francia: deuda del gobierno	53
Gráfica 1.2.7-a	Portugal: descomposición y previsiones del PIB	54
Gráfica 1.2.7-b	Portugal: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	54
Gráfica 1.2.7-c	Portugal: índice de precios inmobiliario residencial	55
Gráfica 1.2.7-d	Portugal: IPC general vs coste laboral unitario	55
Gráfica 1.2.8-a	Reino Unido: descomposición y previsiones del PIB	56
Gráfica 1.2.8-b	Reino Unido: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	56
Gráfica 1.2.8-c	Reino Unido: índice de producción industrial	57
Gráfica 1.2.8-d	Reino Unido: IPC vs salarios	57
Gráfica 1.2.9-a	Japón: descomposición y previsiones del PIB	58
Gráfica 1.2.9-b	Japón: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	58
Gráfica 1.2.9-c	Japón: tipo de interés del Banco Central	59
Gráfica 1.2.9-d	Japón: tipo de cambio	59
Gráfica 1.2.10-a	Turquía: descomposición y previsiones del PIB	60
Gráfica 1.2.10-b	Turquía: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	60
Gráfica 1.2.10-c	Turquía: tipo de cambio	61
Gráfica 1.2.10-d	Turquía: inflación general	61
Gráfica 1.2.11-a	México: tipo de cambio	62
Gráfica 1.2.11-b	México: tipos de interés de referencia	62
Gráfica 1.2.11-c	México: descomposición y previsiones del PIB	63
Gráfica 1.2.11-d	México: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	63
Gráfica 1.2.12-a	Brasil: tipos de interés Banco Central y bono a 10 años	64
Gráfica 1.2.12-b	Brasil: tipo de cambio vs dólar y euro	64
Gráfica 1.2.12-c	Brasil: descomposición y previsiones del PIB	65
Gráfica 1.2.12-d	Brasil: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	65
Gráfica 1.2.13-a	Argentina: inflación interanual	66
Gráfica 1.2.13-b	Argentina: tipo de cambio	66
Gráfica 1.2.13-c	Argentina: descomposición y previsiones del PIB	67
Gráfica 1.2.13-d	Argentina: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	67
Gráfica 1.2.14-a	Colombia: tipo de cambio	68
Gráfica 1.2.14-b	Colombia: tipo de interés de política monetaria	68
Gráfica 1.2.14-c	Colombia: descomposición y previsiones del PIB	69
Gráfica 1.2.14-d	Colombia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	69
Gráfica 1.2.15-a	Chile: tipo de cambio	70
Gráfica 1.2.15-b	Chile: tipo de interés de política monetaria	70
Gráfica 1.2.15-c	Chile: descomposición y previsiones del PIB	71
Gráfica 1.2.15-d	Chile: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	71

Gráfica 1.2.16-a	Perú: tipo de cambio	72
Gráfica 1.2.16-b	Perú: tipo de interés de política monetaria	72
Gráfica 1.2.16-c	Perú: descomposición y previsiones del PIB	73
Gráfica 1.2.16-d	Perú: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	73
Gráfica 1.2.17-a	China: tipos de interés préstamos preferentes a 1 año del Banco Central	74
Gráfica 1.2.17-b	China: tipo de cambio	74
Gráfica 1.2.17-c	China: descomposición y previsiones del PIB	75
Gráfica 1.2.17-d	China: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	75
Gráfica 1.2.18-a	Indonesia: tipo de cambio	76
Gráfica 1.2.18-b	Indonesia: tipo de interés de política monetaria	76
Gráfica 1.2.18-c	Indonesia: descomposición y previsiones del PIB	77
Gráfica 1.2.18-d	Indonesia: descomposición y previsiones de la demanda doméstica	77
Gráfica 2.1.1-a	Global: previsiones de crecimiento de las primas	80
Gráfica 2.1.1-b	Global: previsiones trimestrales de crecimiento de las primas	80
Gráfica 2.1.1-c	Global: contribución al crecimiento de las primas Vida por regiones económicas	81
Gráfica 2.1.1-d	Global: contribución al crecimiento de las primas No Vida por regiones económicas	81
Gráfica 2.1.2	Eurozona: curva de tipos de interés libres de riesgo	83
Gráfica 2.1.3	Alemania: crecimiento nominal de las primas	83
Gráfica 2.1.4	Italia: crecimiento nominal de las primas	84
Gráfica 2.1.5	España: crecimiento nominal de las primas	85
Gráfica 2.1.6	Portugal: crecimiento nominal de las primas	86
Gráfica 2.1.7-a	Reino Unido: curva de tipos de interés libres de riesgo	87
Gráfica 2.1.7-b	Reino Unido: crecimiento nominal de las primas	87
Gráfica 2.1.8-a	Estados Unidos: curva de tipos de interés libres de riesgo	88
Gráfica 2.1.8-b	Estados Unidos: crecimiento nominal de las primas	88
Gráfica 2.1.9-a	Brasil: curva de tipos de interés libres de riesgo	89
Gráfica 2.1.9-b	Brasil: crecimiento nominal de las primas	89
Gráfica 2.1.10-a	México: curva de tipos de interés libres de riesgo	90
Gráfica 2.1.10-b	México: crecimiento nominal de las primas	90
Gráfica 2.1.11	Argentina: crecimiento nominal de las primas	90
Gráfica 2.1.12-a	Turquía: curva de tipos de interés libres de riesgo	91
Gráfica 2.1.12-b	Turquía: crecimiento nominal de las primas	91
Gráfica 2.1.13-a	China: curva de tipos de interés libres de riesgo	92
Gráfica 2.1.13-b	China: crecimiento nominal de las primas	92
Gráfica 2.1.14-a	Japón: curva de tipos de interés libres de riesgo	93
Gráfica 2.1.14-b	Japón: crecimiento nominal de las primas	93

Recuadros

Recuadro 1.1.1	La nueva administración Trump y el Project 2025	19
Recuadro 1.1.2-a	Actualización de política monetaria	25
Recuadro 1.1.2-b	Volatilidad cambiaria emergente y ERI	31

Referencias

- 1/ Véase: MAPFRE Economics (2024), *Panorama económico y sectorial 2024*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 2/ Véase: <https://www.iea.org/reports/world-energy-outlook-2024?language=es>
- 3/ La Gráfica 2.1.2 muestra los niveles mínimos, la media y los niveles máximos alcanzados en 2023, así como el nivel de las últimas curvas publicadas por EIOPA correspondientes a los meses de septiembre y diciembre de 2024. Pueden visualizarse otros meses y divisas en el gráfico interactivo. Véase: “Curvas EIOPA”, en: <https://app.klipfolio.com/published/29577612d0ba9ff3681af85b8ee8a998/curvas-eiopa>.
- 4/ Véase: ICEA, *Informe Económico del Sector Asegurador* a marzo, año 2024.
- 5/ Con datos de ICEA.
- 6/ Véase: Swiss Re Institute (2024). Hurricanes, severe thunderstorms and floods drive insured losses above USD 100 billion for 5th consecutive year. Press release.
- 7/ Véase: Munich Re (2025). Climate change is showing its claws: The world is getting hotter, resulting in severe hurricanes, thunderstorms and floods. Media information.
- 8/ Moody's RMS Event Response, en: <https://www.moody.com/web/en/us/insights/announcements/moodys-rms-event-response-preliminary-estimate-for-us-insure.html>
- 9/ Datos de Fitch Ratings, Howden, Guy Carpenter, Gallagher Re.
- 10/ Véase: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32025L0002&qid=1737627637409>
- 11/ Véase: https://www.eiopa.europa.eu/publications/financial-stability-report-december-2024_en
- 12/ Véase: *EIOPA Stress Test 2024*, en: [https://www.eiopa.europa.eu/document/download/f8a234b0-a84a-49ff-975e-c47f8849bfc0_en?filename=Report - Insurance Stress Test 2024.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/document/download/f8a234b0-a84a-49ff-975e-c47f8849bfc0_en?filename=Report%20-%20Insurance%20Stress%20Test%202024.pdf)
- 13/ Véase: [https://www.eiopa.europa.eu/document/download/ab75429b-de24-468d-aaf9-e835bebd4faa_en?filename=Individual results - Insurance Stress Test 2024.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/document/download/ab75429b-de24-468d-aaf9-e835bebd4faa_en?filename=Individual%20results%20-%20Insurance%20Stress%20Test%202024.pdf)
- 14/ Véase: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32024R1774>
- 15/ Véase: <https://www.boe.es/doue/2022/333/L00001-00079.pdf>
- 16/ Véase: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=OJ%3AL_202401689
- 17/ Véase: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/regulatory-framework-ai>
- 18/ Véase: <https://www.iais.org/activities-topics/financial-stability/gimar/>
- 19/ Véase: <https://www.iais.org/activities-topics/standard-setting/insurance-capital-standard/>

Otros informes de MAPFRE Economics

- MAPFRE Economics (2024), *Crédito y actividad aseguradora*, Madrid, Fundación MAPFRE
- MAPFRE Economics (2024), *Ahorro e inversiones del sector asegurador: una actualización*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *El mercado asegurador latinoamericano en 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *El mercado español de seguros en 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Ranking de grupos aseguradores en América Latina 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Demografía: un análisis de su impacto en la actividad aseguradora*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Ranking de ingresos de los mayores grupos aseguradores europeos 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Entorno de riesgos 2024-2026: tipología y análisis*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2024), *Perspectivas de los regímenes de regulación de solvencia en seguros*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2023), *GIP-MAPFRE 2023*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2023), *Mercados inmobiliarios y sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2022), *Covid-19: un análisis preliminar de los impactos demográficos y sobre el sector asegurador*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2021), *Sistemas de pensiones en perspectiva global*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- MAPFRE Economics (2020), *Elementos para el desarrollo del seguro de vida*, Madrid, Fundación MAPFRE.
- 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.

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