crédito y caución

Atradius Group

Economic Outlook

Informe de perspectivas económicas
Septiembre 2011

Editorial

A partir de abril de este año, el Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius presenta una nueva configuración. Dos equipos diferentes, que antes actuaban en el Área de Gestión de Riesgos del Grupo y en el Área de Riesgo por Cuenta del Estado Holandés, funcionan ahora como una unidad integrada. Esta fusión permite conjugar el conocimiento de nuestros economistas de la OCDE y de mercados emergentes, abriendo el espacio a una investigación económica más eficiente y mejorada dentro del Grupo Atradius. En este proceso, uno de los pasos que hemos dado es la elaboración de un 'Economic Outlook' algo más extenso. Además del análisis de las economías avanzadas, que predominaba en las anteriores ediciones de 'Economic Outlook', en esta ocasión el documento también abarca a las economías emergentes. Además, hemos optado por publicar el documento en formato informe, lo que permite una cobertura más amplia de lo que está sucediendo. Confiamos en que el lector perciba estos cambios como una mejora.

En términos generales, los desarrollos económicos que se han producido en los últimos siete meses han estado, en gran medida, en consonancia con las previsiones anteriores que apuntaban a una recuperación continuada de la actividad global. El crecimiento económico mundial se situó en el 4,0% en 2010, al tiempo que mejoró la actividad de las empresas y que los volúmenes de comercio internacional recuperaron niveles anteriores a la crisis. Esta expansión ha sido liderada por países de Asia y América Latina, mientras que las economías avanzadas han seguido ritmos de crecimiento económico más contenidos. De cara al futuro, prevemos que se mantenga esta recuperación económica a dos velocidades. Si bien cabe esperar una desaceleración del ritmo de crecimiento mundial, que pasaría del 4,2% en 2010 al 3,1% en 2011, se prevé una consolidación de la recuperación de la economía mundial en 2012.

Sin embargo, esta proyección no es uniforme para el conjunto de los países ni equilibrada en términos de riesgo. Mientras algunos mercados emergentes empiezan a mostrar signos de sobrecalentamiento, el prolongado proceso de recuperación en las economías avanzadas se ve lastrado por los altos niveles de desempleo y por indicios de una caída de la confianza. Además de la última racha de turbulencias financieras, el primer semestre de 2011 también se ha caracterizado por una serie de eventos de gran alcance que han acentuado considerablemente la incertidumbre en torno al crecimiento futuro. La crisis de la deuda soberana en Europa se ha intensificado todavía más y aumentan las presiones para que los responsables políticos encuentren soluciones creíbles. No hacerlo podría tener consecuencias de gran calado en el rendimiento económico de la eurozona, con repercusiones a escala mundial, planteando un riesgo de desaceleración del crecimiento también en el conjunto de los mercados emergentes, como consecuencia del rápido crecimiento del crédito y del aumento de la inflación.

No obstante, nuestro principal escenario en relación con el comportamiento económico para lo que queda de año sigue siendo cautelosamente positivo. En el supuesto de que se pueda hacer frente a los desequilibrios expuestos en este informe mediante la implementación con éxito de medidas políticas en el conjunto de los mercados avanzados y emergentes, prevemos un período continuado de mayor crecimiento en la economía real. Sobre la base de este escenario, anticipamos un período de sólido crecimiento del comercio y una nueva mejora de las condiciones de crédito a las empresas.

John Lorié, Economista Jefe, Grupo Atradius

Índice

Parte 1:	Entorno macroeconómico mundial…….……..	4
Parte 2:	Perspectivas y riesgos en las economías avanzadas……..…	11
Parte 3:	Perspectivas y riesgos en las economías emergentes……	18
Parte 4:	Implicaciones en materia de comercio y crédito…….	25

Parte 1

Entorno macroeconómico mundial:

Recuperación mundial a dos velocidades

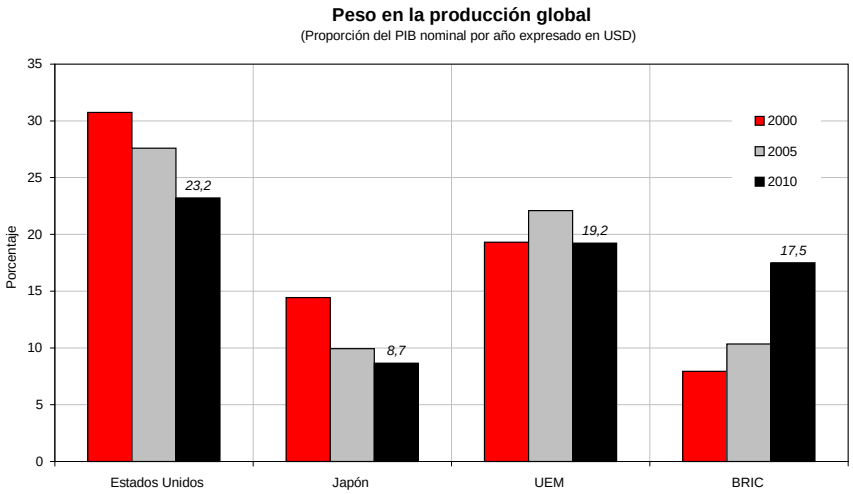
En los últimos 10 años, se ha producido un cambio evidente en el equilibrio del poder económico mundial, convirtiéndose las economías emergentes en motor de la economía mundial. Desde 2009 las economías emergentes han desempeñado un papel importante, por no decir crucial, en la recuperación. Se puede decir que, en términos de crecimiento, se trata de una recuperación a dos velocidades, en la que las economías avanzadas van a la zaga de las emergentes. Las reacciones políticas en respuesta a la crisis crediticia también fueron netamente diferentes y, en el escenario resultante después de la crisis, las economías avanzadas se caracterizan por un elevado nivel de deuda soberana, bajos tipos de interés, al tiempo que sus monedas se desprecian en términos reales.

En el caso de los países emergentes, la situación es precisamente la opuesta: niveles de deuda más bajos y tipos de interés más altos, así como apreciación de las monedas en términos reales. Estos países se enfrentan al reto de proteger sus economías de un sobrecalentamiento y de gestionar el aumento de las entradas de capital debido a la relajación de la política monetaria en las economías avanzadas. Como resultado de ello, los desequilibrios por cuenta corriente han mejorado algo a escala mundial, si bien siguen siendo importantes. Entretanto, en el primer semestre de 2011, se han materializado nuevos desafíos: el terremoto en Japón, la agitación social y política en la región de Oriente Medio y Norte de África, y el rápido deterioro entre las naciones muy endeudadas de la eurozona. Desde finales de julio, se ha producido un drástico aumento de la volatilidad de los mercados financieros, suscitando preocupación respecto a un posible segundo brote de recesión. Estos serios desafíos, no obstante, no son suficientes, de momento, para invalidar el principal escenario de una recuperación mundial continuada. Cabe esperar que la diferencia de crecimiento entre las economías avanzadas y las economías emergentes prevalezca a medio plazo, a la vista de la consolidación fiscal que se está llevando a cabo en las economías avanzadas.

La tendencia global sugiere un cambio en el equilibrio de poder...

La rápida expansión en los mercados emergentes en la última década ha provocado un cambio manifiesto en el poder económico mundial (ver Gráfico 1).

Gráfico 1



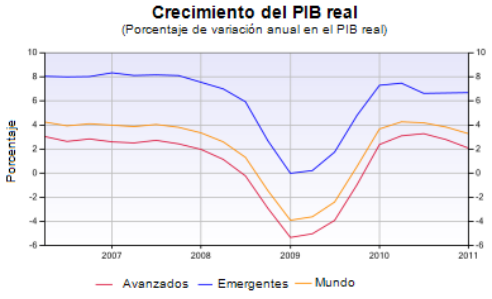
Fuentes: Global Insight; FMI; Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

Los principales mercados emergentes, encarnados en términos generales por los países denominados BRIC (Brasil, Rusia, India y China), representan hoy en día casi el 20% de la producción mundial, frente a menos del 10% en el año 2000. Al mismo tiempo, algunos mercados maduros como Japón y Estados Unidos han experimentado un declive y, con las actuales previsiones de crecimiento, es de esperar que la tendencia se mantenga.

… y el patrón de crecimiento a dos velocidades refuerza dicha tendencia

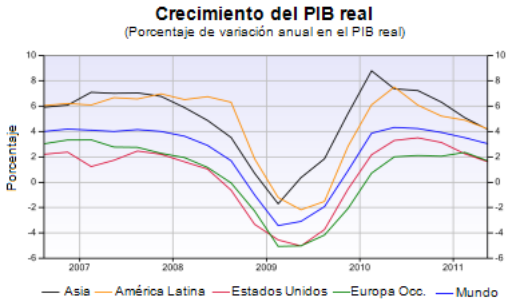
La actividad económica mundial empezó a recuperarse en el segundo trimestre de 2009 y, a grandes rasgos, siguió haciéndolo en los últimos trimestres, si bien el ritmo se ha moderado ahora. Los países emergentes son los que están impulsando la expansión (ver Gráfico 2). Las economías de Asia y de América Latina están registrando actualmente índices de crecimiento superiores al 4%, muy por encima de la media mundial del 3,0%.

Gráfico 2



Fuente: Global Insight.

Gráfico 3



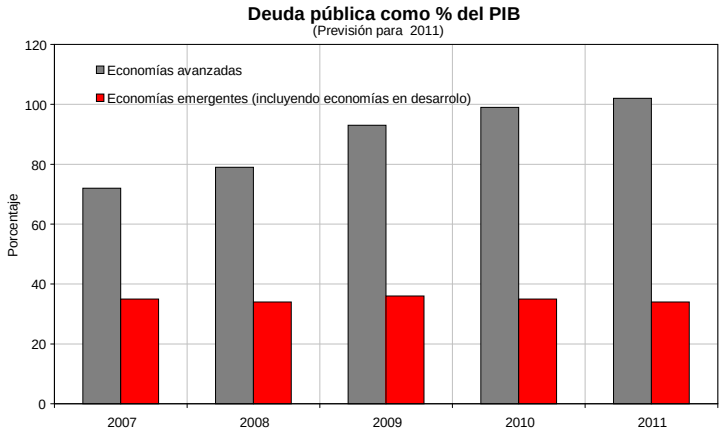
Fuente: Global Insight.

Las economías más avanzadas se han quedado rezagadas (ver Gráfico 3). A partir del segundo semestre de 2010, el crecimiento de la producción en Estados Unidos se ha moderado (situándose en el 1,7% en el segundo trimestre de 2011), mientras que el crecimiento del PIB se frenó ligeramente en Europa occidental, marcando también un 1,7%. A pesar de esta recuperación de la actividad económica, el crecimiento en las economías avanzadas sigue por debajo de su potencial y es probable que el cambio en el poder económico continúe.

Las reacciones políticas a la crisis global han sido netamente diferentes…

La diferencia en el crecimiento mundial habría sido sin duda más pronunciada de no haberse producido en el mundo desarrollado una reacción política sin precedentes como consecuencia de la crisis crediticia de 2008. La respuesta política en el conjunto de los mercados emergentes ha sido mucho más moderada, lo que parece haber evitado una mayor divergencia entre los ritmos de crecimiento.

Gráfico 4



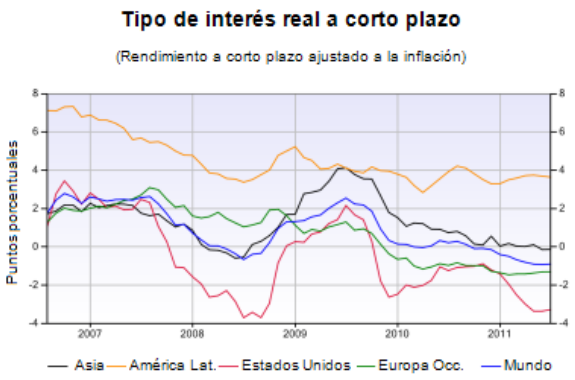
Fuentes: FMI; Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

En el período comprendido entre 2008 y 2010, los mercados desarrollados estimularon sus economías mediante políticas fiscales, de manera que su nivel de deuda bruta, como porcentaje del PIB, pasó del 80% al 100% (ver Gráfico 4). Los mercados emergentes estimularon sus economías más tarde –en 2009– y a una escala mucho más modesta. Este importante aumento de la deuda en los mercados desarrollados se debe en parte, aunque no totalmente, a los paquetes de rescate del sector financiero que aplicaron los gobiernos[1]. Como resultado de todo ello, la tendencia al alza subyacente en la diferencia de endeudamiento bruto entre las economías desarrolladas y emergentes se ha acentuado. El endeudamiento bruto de los gobiernos de las economías desarrolladas se sitúa actualmente por encima del 100% del PIB, frente al 35% de los mercados emergentes.

Gráfico 5

Fuente: Global Insight.

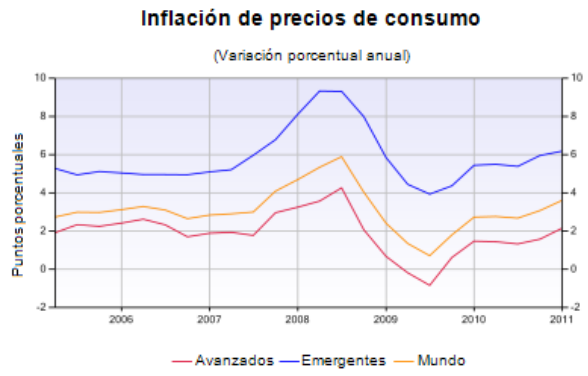
Gráfico 6



Fuente: Global Insight.

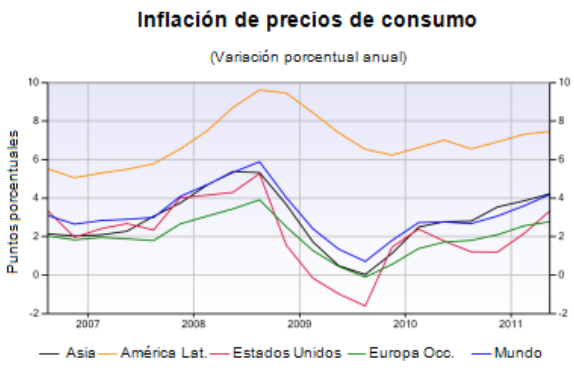
Además, las autoridades monetarias de las economías avanzadas han aplicado una política flexible, combinando amplias provisiones de liquidez con tipos de interés oficiales muy bajos, lo que ha dado lugar a tipos de interés reales negativos en algunas economías desarrolladas (de aproximadamente -2 puntos porcentuales) y a tipos positivos, aunque muy bajos (actualmente en torno al 1%), en los mercados emergentes (ver Gráficos 5 y 6). El factor subyacente clave es la inflación (ver Gráficos 7 y 8). El reciente aumento de la inflación, cuyo origen es una subida de los precios de las materias primas, ha provocado una subida moderada de los tipos de interés en la eurozona, aunque sin modificar significativamente la flexible política monetaria. El exceso de liquidez resultante en las economías avanzadas parece haber contribuido al crecimiento de los mercados emergentes.

Gráfico 7



Fuente: Global Insight.

Gráfico 8



Fuente: Global Insight.

… pero se está haciendo frente a los desequilibrios mundiales

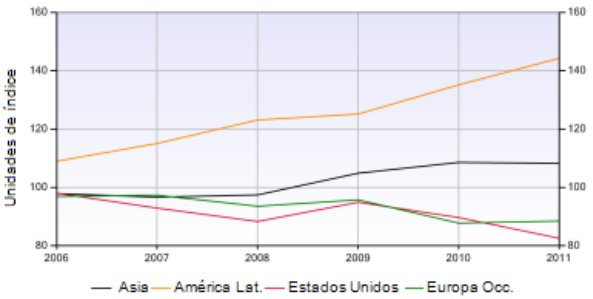
[1] Estados Unidos gastó 1,2 billones de dólares estadounidenses para estimular la economía solo en 2008 y 2009.

Unas de las causas subyacentes claves de la crisis mundial fueron los crecientes desequilibrios entre las economías emergentes y las economías avanzadas. Algunos países emergentes, como China, estaban acumulando liquidez manteniendo a la vez importantes superávits por cuenta corriente con monedas infravaloradas. El exceso de liquidez mundial resultante encontró una salida en activos que presentaban un riesgo cada vez mayor, como las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, hasta que todo se vino abajo. Estos desequilibrios se están abordando ahora poco a poco, aunque parece que todavía queda un largo camino por recorrer. Los tipos de cambio efectivos reales muestran tendencias que pueden restaurar el equilibrio[2]: las monedas de las economías emergentes (en particular de América Latina) se están apreciando, mientras que las de las economías desarrolladas (en particular, Estados Unidos) se están depreciando (ver Gráfico 9). Esta tendencia se refleja en las balanzas por cuenta corriente, donde la diferencia entre los mercados desarrollados y los mercados de Asia y América Latina se ha reducido ligeramente, apuntando a un movimiento en la dirección correcta (ver Gráfico 10). Que se produzcan más ajustes en esta dirección depende en gran medida de que mejore la demanda en las economías avanzadas[3].

Gráfico 9

Tipos de cambio efectivos reales

(Índice, 2005 = 100)

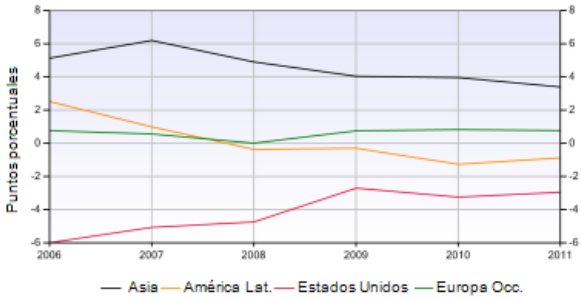


Fuente: Global Insight.

Gráfico 10

Balanza por cuenta corriente

(Balanza por cuenta corriente como porcentaje del PIB)



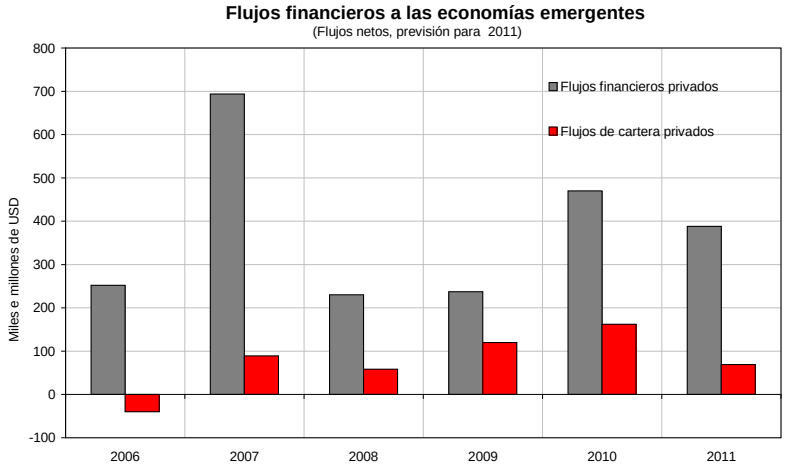
Fuente: Global Insight.

Entretanto, no debería exagerarse el riesgo de que una importante entrada de flujos financieros en los países emergentes pueda provocar una crisis de la balanza de pagos. Si bien la entrada de flujos de capital (que llegaron a los 400.000 millones de USD en 2010) ha aumentado como resultado de la política monetaria flexible en el conjunto de los mercados desarrollados, se presenta, fundamentalmente, en forma de inversión extranjera directa (a largo plazo) en lugar de producirse flujos de cartera más volátiles (y a corto plazo) (ver Gráfico 11). En 2010, solo el 25% de los flujos financieros totales correspondieron a inversiones de cartera, lo que parece indicar que puede restarse cierta importancia al riesgo de una crisis en el próximo período.

[2] El tipo de cambio efectivo real es una medida de competitividad. Representa una media ponderada de tipos de cambio bilaterales corrigiendo las diferencias de inflación.

[3] Ver FMI, World Economic Outlook, abril de 2011, p. 24. El efecto se debe en gran medida a un aumento de las importaciones en los mercados desarrollados, que se corresponde con un aumento de las exportaciones de los mercados emergentes.

Gráfico 11

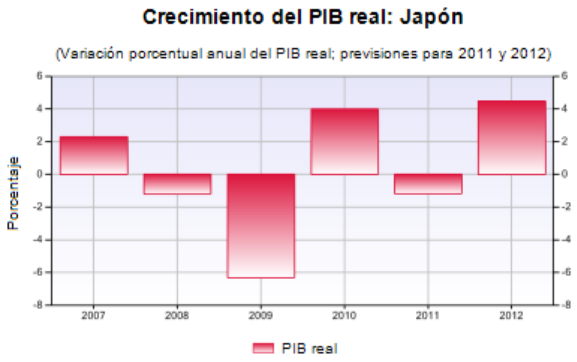


Fuentes: FMI; Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

Surgen nuevos retos en el escenario mundial en 2011

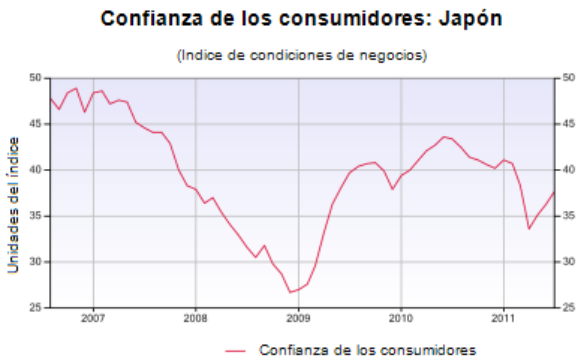
El primer semestre de 2011 se ha caracterizado por una serie de acontecimientos graves con implicaciones a escala mundial. El terremoto de Japón y el posterior tsunami en el mes de febrero causaron 26.000 muertos, dejando además una factura de reparación de daños (sobre todo en infraestructuras) superior a los 300.000 millones de USD. El efecto directo en la actividad económica de Japón ha sido considerable debido a la escasez de suministro eléctrico y a la interrupción de la producción: a partir de marzo, las previsiones de PIB para 2011 se han reducido claramente a la baja, pasando del 1,4% al -0,7%. Aunque los esfuerzos de reconstrucción contribuirán a un repunte del crecimiento en el segundo semestre de 2011, el impacto marcará un crecimiento negativo en el conjunto del año. Al mismo tiempo, esto se ha traducido en expectativas de un rebote del crecimiento ligeramente más fuerte en 2012 (ver Gráfico 12). Teniendo en cuenta la magnitud y el alcance de la catástrofe, la economía japonesa ha conseguido adaptarse rápidamente a las nuevas circunstancias, empezando, por ejemplo, a recuperarse la confianza de los consumidores a partir del mes de abril (ver Gráfico 13).

Gráfico 12



Fuente: Global Insight.

Gráfico 13



Fuente: Global Insight

De momento, los efectos en la economía mundial y en la región asiática vecina han resultado relativamente limitados. Aun cuando los problemas en la cadena de suministro han tenido un impacto significativo en industrias fuera de Japón y sigue existiendo una gran incertidumbre en relación con la situación nuclear, prevemos que la catástrofe solo tendrá efectos económicos temporales.

Los altos y volátiles precios de las materias primas son fuente de incertidumbre…

Los precios de las materias primas, excluyendo el petróleo, han subido drásticamente desde 2009, planteando a la economía mundial un riesgo de inflación y de cambio de la riqueza mundial entre productores y consumidores (ver Gráfico 14). El factor estructural subyacente a esta subida puede atribuirse al rápido crecimiento de la demanda en los mercados emergentes, al tiempo que la respuesta en la parte de la oferta ha sido lenta, lo que se debe en cierta medida al tiempo necesario para ajustar la oferta y, en parte, a factores temporales, como las condiciones meteorológicas adversas. En 2011, se espera que los factores de la oferta muestren signos más favorables, con un aumento de las tierras cultivadas y mejores perspectivas para las cosechas. Como resultado de ello, es previsible que los precios se estabilicen: un panorama que de momento parecen confirmar los últimos datos. Sin embargo, se mantiene la incertidumbre, ya que los disturbios continuados en Oriente Medio podrían llevar a los gobiernos a aumentar las compras de alimentos para asegurar suficientes suministros en mercados donde los productos alimenticios están subvencionados. Además, no puede descartarse la volatilidad de los precios debido al comportamiento imprevisible de inversores mal informados que cada vez más buscan refugio en el mercado de las materias primas[4].

Gráfico 14

Precios mundiales de las materias primas

(Indices de precios por clase de materia prima)

Fuente: Global Insight.

Gráfico 15

Precio del petróleo

(Crudo, Brent)

Fuente: Global Insight

En el mercado del petróleo, en 2010 entraron en juego fuerzas similares del lado de la demanda. Los disturbios en Oriente Medio hicieron subir los precios todavía más, hasta situarse por encima de los 120 USD por barril a principios del año (ver Gráfico 15). Desde entonces, el precio se ha estabilizado, fluctuando en torno a los 110 USD por barril. Los graves problemas económicos mundiales que podrían surgir si el precio del petróleo sube mucho más (por ejemplo, hasta los 150 USD por barril) parecen formar parte de un escenario extremo de momento. La subida de los precios de las materias primas se ha frenado, si bien esta evolución seguirá siendo motivo de preocupación a largo plazo.

… pero la recuperación a dos velocidades se mantendrá

A pesar de estos nuevos retos y amenazas potenciales, incluyendo las últimas turbulencias en los mercados financieros, la recuperación mundial sigue su curso. Al margen de unos pocos países de la eurozona que siguen en recesión, las previsiones globales relativas a las condiciones económicas reales son positivas, con una proyección de crecimiento mundial del 3,1% este año y del 3,5% en 2012 (ver Tabla 1).

[4] Ver FMI, World Economic Outlook, abril de 2011, p. 32.

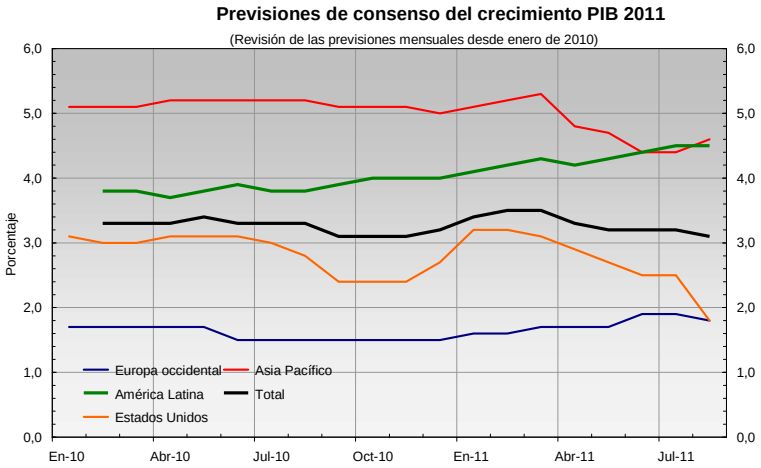
Tabla 1: Previsiones de crecimiento regional[5]

	Previsiones de consenso Estudio agosto 2011	Crecimiento % del PIB real				Tendencia 2011	Revisión de previsiones 2011
		2009	2010	2011	2012		
Principales regiones	Europa Occidental	-4,1	1,8	1,8	1,6	➡	⬇
	Estados Unidos	-2,6	3,0	1,8	2,4	⬇	⬇
	Asia Pacífico	1,9	7,0	4,6	5,8	⬇	⬆
	América Latina	-1,7	6,0	4,5	4,2	⬇	➡
	Total	-1,8	4,2	3,1	3,5	⬇	⬇

Fuente: Previsiones de Consenso (fecha del estudio: 8 de agosto)

Las previsiones para 2011 son en gran medida estables desde principios del año pasado, lo que parece sugerir cierta solidez de las proyecciones (ver Gráfico 16). En este contexto, la recuperación a dos velocidades se mantendrá, previéndose que perdure, en el horizonte de previsión, el gran diferencial de crecimiento entre las regiones en expansión y las regiones desarrolladas. Se prevé que las regiones de Asia-Pacífico y América Latina mantengan índices de crecimiento significativamente por encima del 4%, mientras que Europa occidental y Estados Unidos crecerán por debajo del 2% en 2011. La tendencia claramente a la baja en las expectativas de crecimiento en Estados Unidos es una excepción y fuente de preocupación: desde enero, las previsiones del PIB para 2011 se han revisado a la baja, pasando del 3,2% a tan solo el 1,8%, lo que no solo implica unas perspectivas más débiles a corto plazo para Estados Unidos, sino también que el riesgo adverso del principal escenario global ha aumentado en los últimos meses.

Gráfico 16



Fuente: Previsiones de consenso.

El desenlace de este escenario principal en 2011 y 2012 depende fundamentalmente de lo que ocurra en las economías desarrolladas: consolidación fiscal y crisis de deuda soberana europea asociada a esta, así como tensiones en el mercado de trabajo. Los problemas fiscales de Estados Unidos también suponen un riesgo y plantean una amenaza considerable a medio plazo. Se trata de cuestiones claves a la hora de determinar el entorno económico mundial, así como el clima de negocios para el seguro de crédito, y profundizaremos en ello en las siguientes secciones.

[5] Las flechas de la última columna de la tabla indican la dirección de las previsiones revisadas en relación con el estudio de julio. El gráfico muestra la evolución de las previsiones de consenso del crecimiento del PIB para 2011 en 20 estudios consecutivos (entre enero de 2010 y agosto de 2011).

Parte 2

Perspectivas y riesgos en economías avanzadas

Ritmos de crecimiento más lentos en el conjunto de las economías avanzadas…

Como se ha apuntado en la sección anterior, prevemos que, en 2011 y en 2012, se mantenga la recuperación en las economías avanzadas. Sin embargo, la recuperación prevista será a la vez lenta y prolongada (ver Tabla 2): las proyecciones de un crecimiento económico del 1,8% en Estados Unidos y en Europa occidental están muy por debajo de su potencial. Los índices de crecimiento varían muy significativamente, al crecer Alemania un 3,4%, mientras Japón puede contraerse un 0,7%. Además, las expectativas de crecimiento en 2011 apuntan a una moderación de la actividad.

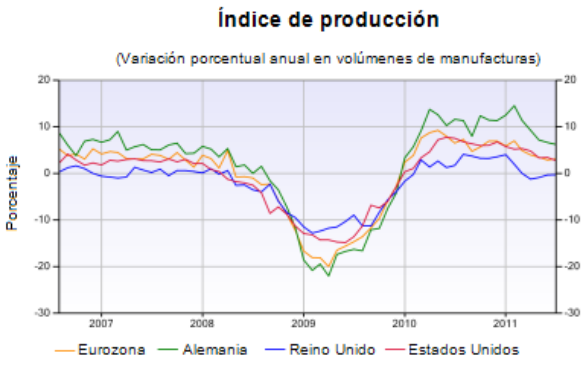
Tabla 2: Previsiones de crecimiento

	Previsiones de consenso Estudio de agosto de 2011	Crecimiento % PIB real				Tendencia 2011	Revisión previsiones 2011
		2009	2010	2011	2012		
Principales mercados	Francia	-2,5	1,4	1,9	1,7	⬆	⬇
	Alemania	-4,7	3,6	3,4	1,9	⬇	➡
	Italia	-5,1	1,2	0,8	0,8	⬇	⬇
	Japón	-5,3	4,0	-0,7	3,1	⬇	➡
	Países Bajos	-3,9	1,7	2,0	1,6	⬆	⬇
	España	-3,7	-0,1	0,7	1,1	⬆	➡
	Reino Unido	-5,0	1,4	1,3	2,0	⬇	⬇
	Estados Unidos	-2,6	3,0	1,8	2,4	⬇	⬇

Fuente: Previsiones de Consenso (fecha del estudio: 8 de agosto)

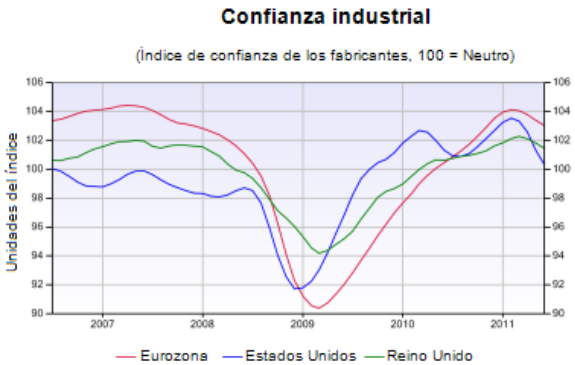
Una de las razones que explica esta moderación del crecimiento es que muchos de los motores subyacentes de la recuperación económica, como la producción industrial, han perdido impulso en los últimos meses (ver Gráfico 17). En el primer semestre de 2011, el ciclo de inventario estaba llegando a su fin, al haber reabastecido las empresas sus inventarios durante la recuperación, creando así un efecto a la baja de la producción. Los planes temporales de los gobiernos y el apoyo en forma de subsidios a la producción y a la demanda también estaban finalizando.

Gráfico 17



Fuentes: Global Insight; Eurostat; US Bureau of Census.

Gráfico 18



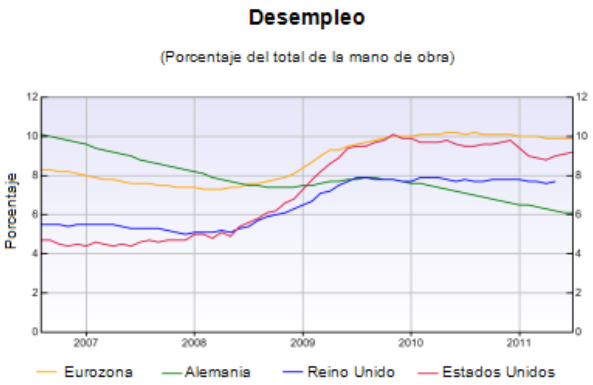
Fuentes: Global Insight, OCDE.

Esto también se refleja en la confianza de los fabricantes que muestra cierto retroceso desde principios de año (ver Gráfico 18). El consumo privado, que puede considerarse uno de los principales motores del crecimiento sostenible, se ha mantenido moderado.

… que se reflejan en mercados de trabajo débiles

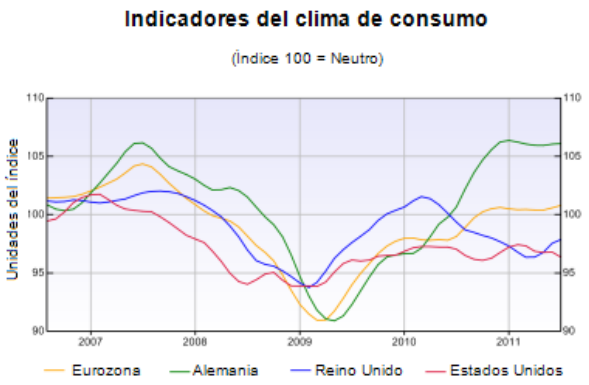
El amplio repunte de la actividad se ha filtrado al mercado de trabajo, estabilizándose los índices de desempleo en el 10% aproximadamente en la eurozona y en el 8% en el Reino Unido (ver Gráfico 19). En Estados Unidos, el desempleo ha aumentado algo en los últimos meses y sigue en niveles altos, lo que parece indicar una falta de fortaleza suficiente en las condiciones económicas subyacentes; incluso en países donde los mercados de trabajo se están recuperando, es probable que esta debilidad se mantenga cierto tiempo.

Gráfico 19



Fuentes: Global Insight, OCDE.

Gráfico 20



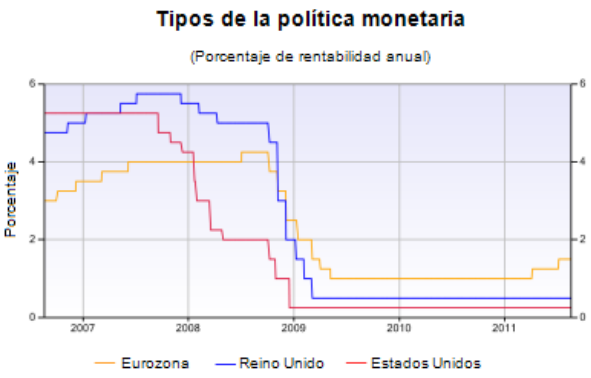
Fuentes: Global Insight, OCDE.

Las empresas siguen sin decidirse a crear empleo debido a las incertidumbres en relación con la firmeza de la recuperación y, como promedio, los índices de crecimiento de la inversión son bajos. Dentro de la eurozona, las diferencias en el comportamiento de los mercados de trabajo entre los países miembros son importantes. Alemania, por ejemplo, con un alto crecimiento impulsado por las exportaciones y más margen fiscal para subvencionar la creación de empleo y el trabajo temporal, ha superado a los demás países. Al mismo tiempo, la situación de otros países del sur de la eurozona ha seguido deteriorándose, partiendo de niveles ya altos de desempleo: en España muy por encima del 20%. Estos persistentes problemas en el mercado de trabajo, junto con un débil crecimiento de los salarios y los recortes del gasto público explican en parte que no repunte la confianza de los consumidores desde principios de año (ver Gráfico 20).

Las restricciones políticas empiezan a sentirse, al tiempo que la expansión monetaria alcanza su límite...

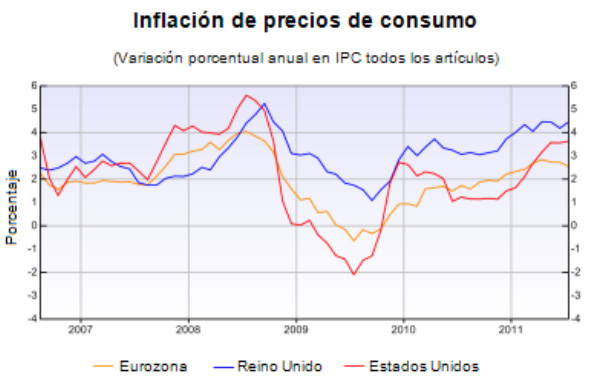
La rápida reacción de los gobiernos de los mercados avanzados desde el inicio de la crisis puede haber evitado un derrumbe integral del sector bancario y haber contribuido a restaurar el crecimiento de la producción. Pero el corolario es que la recuperación económica que hemos experimentado hasta ahora ha estado asegurada por el estado. Se ha proporcionado apoyo a través de tres canales principales: (i) una relajación sin precedentes de las políticas monetarias sumada a un extraordinario apoyo a la liquidez mediante operaciones de balance del banco central; (ii) recapitalización del sector bancario y garantías soberanas a la financiación de los bancos y; (iii) apoyo económico directo mediante gasto fiscal discrecional. Esta política parece que se enfrenta ahora a restricciones, lo que no dejará de notarse.

Gráfico 21



Fuente: Global Insight.

Gráfico 22



Fuentes: Global Insight, OCDE.

La política monetaria de los mercados desarrollados ha sido extremadamente expansiva durante más de dos años (ver Gráfico 21). Estados Unidos, la eurozona y el Reino Unido han ido mucho más allá de la política monetaria convencional para estimular la economía. Estas medidas poco convencionales han incluido la compra de deuda pública y de empresas, con el fin de estimular la demanda del sector privado mediante una reducción del coste de los préstamos, reforzar la riqueza y aumentar los fondos disponibles para créditos bancarios. A la vista de la lentitud y la vulnerabilidad de la recuperación, parecería estar garantizada una extensión de dichas medidas. Pero la dinámica de los precios de consumo nacionales se ha disparado desde principios de año (ver Gráfico 22)[6]. En la eurozona, la inflación ha aumentado de manera constante durante el último año y ha alcanzado recientemente el 3,1%, muy por encima del objetivo del Banco Central Europeo (BCE). La inflación del 4,5% en el Reino Unido también se sitúa muy por encima del objetivo del 2%. Esta situación supone una presión sobre las políticas de tipos de interés bajos, necesarias para mantener el crecimiento. Las expectativas de inflación siguen firmemente ancladas, pero la situación podría adquirir tintes críticos si empiezan a derivar mientras la provisión de liquidez del banco central se mantenga en modo de crisis. Esta evolución de la inflación ya ha llevado al BCE a aventurar una serie de modestas subidas de los tipos en 2011, pero los demás bancos centrales no han tocado sus tipos bajos[7].

… y las finanzas públicas acusan tensiones

La relajación fiscal sincronizada en el conjunto de los mercados desarrollados durante la crisis ha tenido un muy fuerte impacto en las finanzas públicas (ver Tabla 3)[8]. El estímulo fiscal se ha convertido ahora en una consolidación sincronizada, al intentar los gobiernos que las finanzas públicas recuperen niveles sostenibles, y este proceso parece estar convirtiéndose en un asunto delicado. Por otra parte, desde principios de año, los mercados financieros están cada vez más preocupados por la capacidad de la deuda de la eurozona, y es necesario eliminar esas tensiones. Además, la recuperación de la economía real todavía podría requerir una buena dosis de apoyo público. Existen diferencias transfronterizas considerables en cuanto al grado de endurecimiento necesario, pero no se salva prácticamente ningún país.

[6] La subida de los precios de las materias primas (incluyendo el precio del petróleo) es la principal causa subyacente del aumento de la inflación. Ver, por ejemplo, IIF, Global Economic Monitor, junio de 2011, p.16.

[7] El 9 de agosto, la Reserva Federal de Estados Unidos se comprometió a mantener los tipos de interés bajos hasta 2013, intentando asegurar a los inversores que hará todo lo posible por levantar la desfallecida economía de Estados Unidos.

[8] Los déficits públicos resultantes reflejan un mayor gasto discrecional destinado a apoyar al sector bancario y la demanda agregada, así como la caída en picado de los ingresos fiscales.

Tabla 3: Finanzas públicas

		Austria	Bélgica	Finlandia	Francia	Alemania	Grecia	Irlanda	Italia	Países Bajos	Portugal	España	Reino Unido	Estados Unidos	Japón
Finanzas Publicas (como % del PIB)	Equilibrio fiscal estrucural (media 2000 - 2007)	-1,5	-0,3	4,1	-2,7	-2,2	-5,4	1,5	-2,9	-0,6	-3,7	0,3	-1,6	-1,4	-6,7
	Equilibrio fiscal (2011)	-3,0	-4,1	-2,9	-5,8	-1,4	-7,9	-10,4	-4,1	-5,0	-6,1	-7,3	-8,5	-9,3	-8,9
	Deuda pública (2011)	72	97	42	84	84	152	105	120	63	97	69	65	117	203

Fuentes: Global Insight; Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

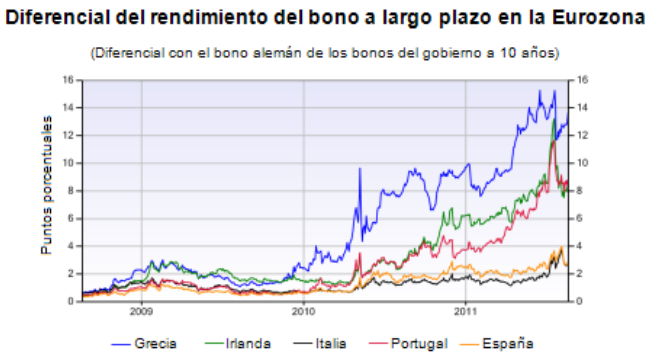
Nota: El término 'estructural' se refiere aquí al equilibrio fiscal medio entre 2000 y 2007.

Mientras que, en otoño de 2010, los planes de consolidación en las economías desarrolladas se situaban en el 1% del PIB, ahora se han reducido al 0,25%[9]. En la eurozona, la austeridad fiscal representará como media el 1% del PIB (pero con una distribución no uniforme, ya que el peso será mucho mayor en los países periféricos). El impacto concreto de la reducción del gasto público neto sobre la economía es incierto. La perspectiva actual se basa en la asunción de que los efectos directos serán limitados, pero es imperativo que las medidas adoptadas sean creíbles. Las medidas percibidas como menos creíbles tendrán inevitablemente impactos todavía más perjudiciales sobre las primas de riesgo soberano, la confianza y el comportamiento de los inversores.

Mayores tensiones en la eurozona…

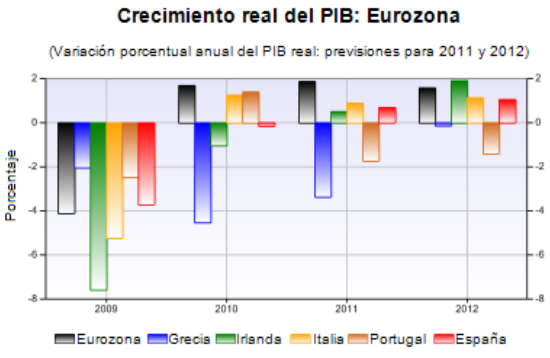
La situación en la periferia de la eurozona proporciona enseñanzas claras en este sentido. A pesar de los agresivos planes de consolidación del sector público para los próximos años, los inversores están cada vez más preocupados por la capacidad de pago de los estados miembros de la eurozona. Si bien las fuentes inmediatas de preocupación son Grecia, Portugal e Irlanda, los mercados financieros también están prestando una creciente atención a España e Italia. Los costes de financiación son cada vez más elevados (ver Gráfico 23) lo que puede terminar afectando a los sectores bancarios nacionales y a los tipos deudores de las empresas. El deterioro de la capacidad soberana ya se está reflejando en unas perspectivas cada vez más débiles de crecimiento real: se prevé que tanto Grecia como Portugal se contraigan en 2011 y 2012 (ver Gráfico 24).

Gráfico 23



Fuente: Global Insight.

Gráfico 24



Fuentes: Global Insight, OCDE.

[9] Esto refleja en gran medida un importante cambio en la postura política de los Estados Unidos, donde el déficit estructural se va ampliar un 0,6% en lugar de contraerse un 0,9%, y el estímulo fiscal aplicado por el gobierno japonés como consecuencia del terremoto.

Las débiles posiciones fiscales de estos países se ven exacerbadas por una serie de factores específicos de cada país, incluyendo la fragilidad de los sectores bancarios que están particularmente expuestos al riego de pérdidas soberanas (Grecia y Portugal) y pérdidas en relación con el sector inmobiliario (Irlanda y España). Esto genera fricciones de financiación en los mercados mayoristas para los bancos, mayores cargas del servicio de la deuda y supone un obstáculo a las posibilidades de mayor endeudamiento en los próximos años[10]. Los desequilibrios estructurales, como pueden ser los costes unitarios de mano de obra relativamente altos y los persistentes déficits por cuenta corriente, agravan las dificultades.

Tabla 4: Exposiciones bancarias transfronterizas

		Importes pedientes sobre país en miles de millones de USD				
		Portugal	Italia	Grecia	España	Irlanda
Créditos sector bancario	Alemania	4,3	257,4	5,2	41,9	71,8
	Francia	7,8	42,4	2,1	27,4	16,5
	Austria	0,3	102,4	0,1	4,4	3,5
	Países Bajos	10,8	24,1	3,9	17,5	7,1
	Bélgica	0,5	4,2	0,2	5,4	5,4
	Finlandia	0,0	1,2	0,0	2,7	-

Fuentes: BPI; Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

La difícil situación en la eurozona requiere una negociación rápida y creíble de importantes paquetes de apoyo para gestionar el riesgo de contagio[11]. La amenaza de una rebaja continuada de la calificación soberana aumenta las presiones sobre la financiación, con la consiguiente presión en la calificación de las instituciones financieras nacionales. La amplia exposición de los bancos europeos a las obligaciones externas de estos países subraya el riesgo de contagio transfronterizo generalizado (ver Tabla 4)[12]. El alto nivel de incertidumbre respecto a la dirección política futura amenaza con distorsionar los flujos de crédito y con crear dificultades tanto para las empresas como para los hogares.

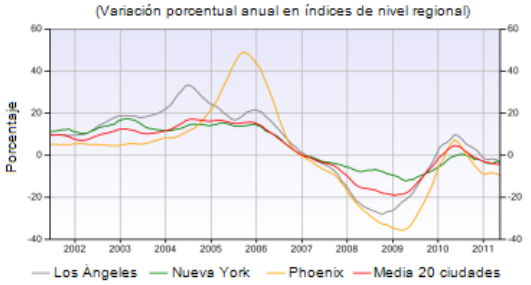
... y más preocupación respecto al comportamiento de Estados Unidos

El considerable aumento del endeudamiento público en Estados Unidos también empieza hacer mella en la percepción de su fortaleza soberana, con un impacto potencial en los futuros costes de financiación[13]. El elevado déficit fiscal deberá corregirse, lo que, a su vez, puede amenazar el crecimiento de la inversión de las empresas y el consumo de los hogares. Aunque el sistema financiero se ha estabilizado, conseguir que el sector se acostumbre a prescindir del apoyo extraordinario del banco central será todo un reto, debido a la posición todavía vulnerable de las instituciones financieras. Las anteriores recuperaciones del mercado de la vivienda han dado paso a una debilidad renovada, que está ejerciendo una presión todavía mayor sobre valores colaterales y sobre la capacidad de obtener créditos (ver Gráfico 25). La carga del servicio de la deuda del consumidor estadounidense sigue siendo alta, a pesar de los niveles históricamente bajos de los tipos de interés.

[10] El BCE tiene que proporcionar toda una gama de facilidades de liquidez para aliviar el problema de liquidez. Un número importante de bancos en los países periféricos dependen ahora totalmente de esta línea de salvamento.
[11] El 22 de julio, la eurozona y el sector privado acordaron un canje ordenado de deuda de la totalidad de la deuda pública de Grecia con vencimiento entre 2012 y 2020. La extensión del vencimiento en este canje de deuda incluirá toda la deuda con vencimiento en la próxima década, proporcionando a Grecia un mayor alivio de deuda que ninguno de los acuerdos propuestos anteriormente. Sin embargo, el efecto sobre la confianza no duró mucho, y la inestabilidad de los mercados se ha mantenido después de la decisión.
[12] La tabla debe leerse de izquierda a derecha. Por ejemplo, los préstamos de los bancos alemanes en Portugal ascienden a 4.300 millones de USD.
[13] El 13 de julio de 2011, Moody's asignó a la calificación soberana de Estados Unidos (Aaa) una 'perspectiva negativa'. S&P (AAA) siguió su ejemplo el 14 de julio. El 31 de julio, se llegó a un acuerdo político para ampliar el techo de endeudamiento del gobierno en un mínimo de 2,1 billones de USD, pero esta respuesta política no fue suficiente para evitar una rebaja de la calificación soberana. Basándose en la incertidumbre en cuanto a la implementación de las medidas que acompañan al acuerdo, incluyendo un recorte del gasto de 1 billón de USD a medio plazo y la identificación de 1,5 billones de USD más en reducción del déficit, S&P rebajó la calificación de Estados Unidos a AA+ el 5 de agosto.

Gráfico 25

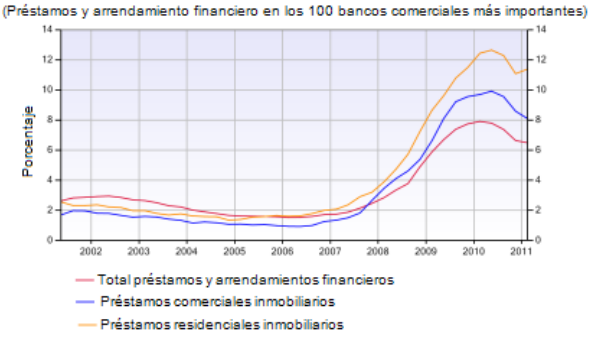
Inflación del precio de la vivienda: áreas metropolitanas de Estados Unidos



Fuentes: Global Insight; S&P/Case-Shiller.

Gráfico 26

Índices de morosidad en préstamos bancarios: Estados Unidos



Fuentes: Global Insight; Reserva Federal.

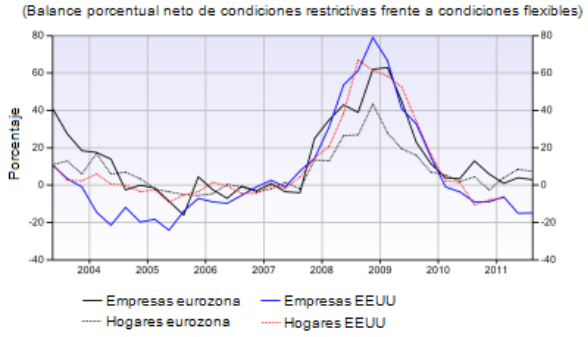
Las ejecuciones de hipotecas han seguido aumentando en Estados Unidos pero los índices de morosidad de los préstamos siguen presentando una tendencia a la baja, si bien se mantienen en niveles elevados (ver Gráfico 26). Si son necesarias más cancelaciones sustanciales de deuda sobre los préstamos residenciales y comerciales, se producirán presiones sobre el crédito y el capital de la banca. La consiguiente reducción de los flujos de crédito, junto a la debilidad de los valores de la vivienda como fuente de riqueza, reduce la posibilidad de que la demanda interna proceda de los mercados de trabajo, como se ha apuntado más arriba. La brusca caída de los precios de los valores desde julio (una corrección generalizada en torno al 20% en tan solo tres semanas) ha afectado en particular a los valores financieros, apuntando a un riesgo de tensión futura en el canal crediticio.

Las condiciones de crédito siguen siendo, por lo general, restrictivas…

En este contexto de incertidumbre continuada sobre futuras cancelaciones de deuda, posiciones de capital débiles y riesgos relacionados con la deuda soberana, hay pruebas suficientes que sugieren que el canal del crédito todavía no está funcionando eficazmente. Las encuestas a responsables de préstamos de la banca en las economías desarrolladas indican que el préstamo bancario está rezagado respecto a la actividad real en lugar de estar liderándola, lo que restringe el crecimiento económico. En Estados Unidos, el balance neto de normas de crédito se relajó en el primer semestre del año pero, teniendo en cuenta el anterior período de agresivo endurecimiento, el acceso a la financiación bancaria todavía se considera restrictivo (ver Gráfico 27). En consonancia con las turbulencias soberanas que se están produciendo en la periferia, las condiciones de los préstamos en la eurozona han presentado un ritmo moderado de endurecimiento continuado en el mismo período.

Gráfico 27

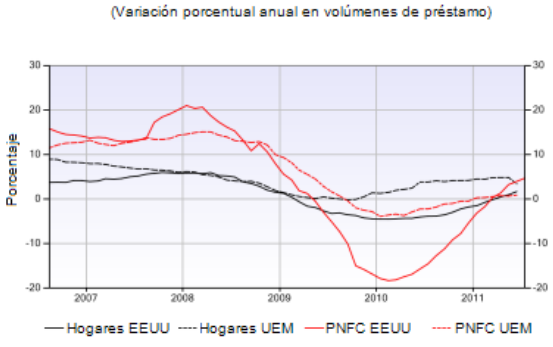
Encuesta responsables de préstamos: condiciones de la oferta de préstamos



Fuentes: Global Insight; BCE; Reserva Federal.

Gráfico 28

Préstamos al sector privado



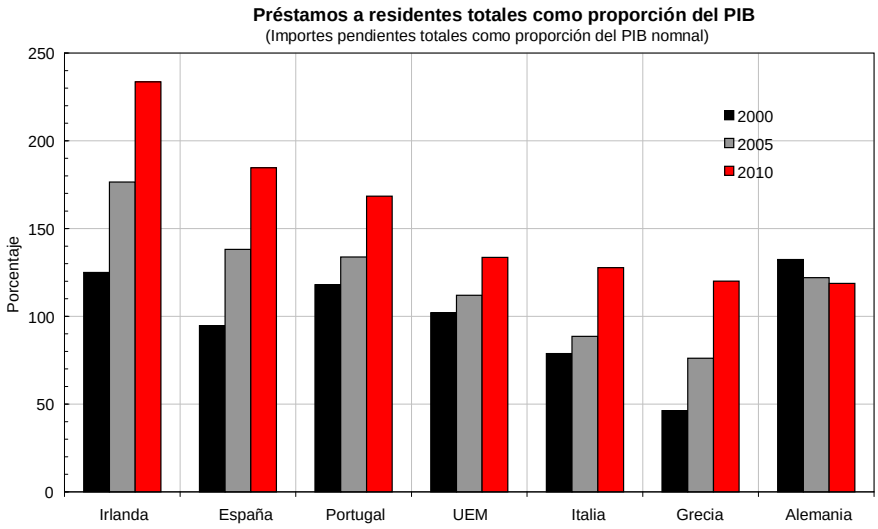
Fuente: Global Insight.

Por otra parte, la demanda de préstamos comerciales ha repuntado ligeramente tanto en Estados Unidos como en la eurozona. Los flujos de préstamos a las empresas han pasado a ser marginalmente positivos, cuando el repunte de la actividad económica en 2010 debería haber aumentado la demanda de financiación bancaria. El panorama de la demanda en los hogares es un reflejo de lo que ocurre en las empresas, a pesar de los signos de una doble recesión en el mercado de la vivienda en Estados Unidos y la debilidad continuada de los mercados inmobiliarios en Europa. Pero no resulta sorprendente teniendo en cuenta el entorno de bajos tipos de interés, tal y como se refleja en los tipos de interés real negativos en Europa y en Estados Unidos. Cuando obtiene acceso a la financiación, el sector privado en realidad obtiene créditos en términos relativamente baratos a pesar de los elevados márgenes de riesgo sobre los préstamos.

… y se endurecen en el conjunto de las economías vulnerables

Debido al notable crecimiento del endeudamiento de los hogares y de las empresas en la última década, el sector privado está ahora más expuesto a las variables condiciones financieras (ver Gráfico 29). El deterioro de las condiciones soberanas podría llevar a restricciones no previstas del servicio de la deuda, que a su vez generarán un aumento de la morosidad y pérdidas en el sector financiero con efectos negativos en la economía real.

Gráfico 29



Fuentes: Eurostat; Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

El aumento del endeudamiento en este período ha sido más acusado en los países que han experimentado un boom de la vivienda y donde gran parte de la deuda acumulada por las empresas se debe a préstamos relacionados con la propiedad inmobiliaria. En países donde los precios de la vivienda son relativamente estables, como Alemania, de hecho, el peso de las obligaciones del sector privado en el PIB se ha reducido. En su conjunto, las obligaciones de las empresas siguen considerablemente por encima de su media a largo plazo, lo que sugiere que será necesario reducirlas para que el endeudamiento vuelva a niveles sostenibles. A la luz de los últimos acontecimientos en los mercados financieros, esta situación contribuye a aumentar significativamente el riesgo del principal escenario en el conjunto de los mercados desarrollados.

Parte 3

Perspectivas y riesgos en las economías emergentes

Los mercados emergentes están impulsando la recuperación mundial

Tras una breve desaceleración en 2009, debido a la caída del comercio mundial y a la bajada de los precios de los minerales, los países emergentes se recuperaron con fuerza en 2010, con un crecimiento medio del PIB del 7,3% según datos del FMI. Asia se puso a la cabeza, con un crecimiento real del 9,5%, seguida de América Latina con el 6,1%. Los países BRIC tuvieron un buen comportamiento –en particular durante la recuperación económica del año pasado– y se espera que mantengan esta tendencia en 2011 y 2012 (ver Tabla 5). En un contexto de crecimiento más lento en los mercados desarrollados, debido a una necesidad urgente de consolidación de la deuda y medidas de austeridad, estos mercados emergentes resultan cada vez más atractivos para los inversores y las empresas. Pero las elevadas perspectivas de rentabilidad están asociadas a riesgos y los cuatro países BRIC presentan debilidades de diverso grado, que los hacen más o menos vulnerables a evoluciones económicas adversas, tanto internamente como en el exterior. De este modo, la prosperidad de estos mercados depende de que sigan recuperándose los mercados desarrollados, y viceversa.

Tabla 5: Previsiones de crecimiento

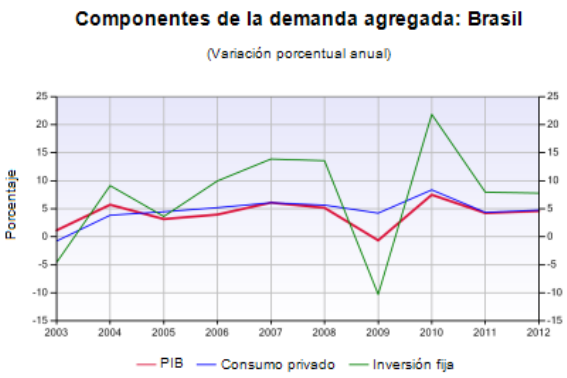
	Previsiones de consenso Estudio de julio de 2011	Crecimiento % PIB real				Tendencia 2011	Revisión Previsión 2011
		2009	2010	2011	2012		
Mercados BRIC	Brasil	-0,6	7,5	4,0	4,2	↓	↓
	Rusia	-7,8	4,0	4,5	4,5	↑	↓
	India	8,0	8,5	7,9	8,3	↓	↓
	China	9,1	10,3	9,2	8,8	↓	→

Fuente: Previsiones de consenso (estudios regionales, julio)

Brasil: una economía floreciente con riesgos de sobrecalentamiento

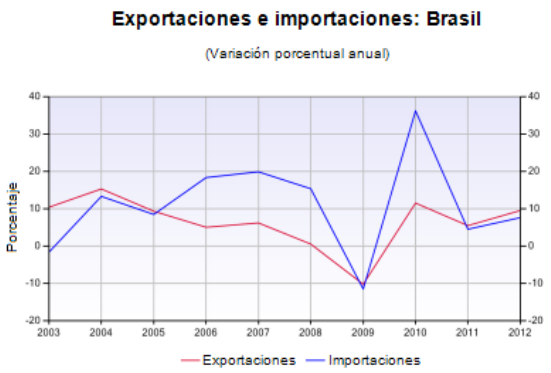
La economía brasileña creció un 7,5% en 2010, gracias al fuerte crecimiento del consumo privado y al rebote de la inversión fija (ver Gráfico 30). Este repunte también reflejó el fuerte impulso en el sector empresarial que se benefició de las boyantes exportaciones a Asia (ver Gráfico 31). Las perspectivas para lo que queda de este año y posteriormente son positivas: aunque el crecimiento del PIB real se moderará en 2011, se prevé que se mantenga en un robusto 4%.

Gráfico 30



Fuente: Global Insight.

Gráfico 31



Fuente: Global Insight.

Sin embargo, existe el riesgo de que el repunte quede fuera de control y se produzca un sobrecalentamiento de la economía. Se aprecian ya indicios de un aumento de la presión en el ciclo crediticio, de manera que los bancos comerciales registran un rápido aumento de la proporción de deudas dudosas en sus carteras. Para contrarrestar la subida de la inflación –uno de los efectos colaterales del boom económico–, las autoridades monetarias han subido el tipo de interés oficial. Sin embargo, la subida de tipos de interés ha atraído una mayor inversión de capital a corto plazo, y dichas importaciones de capital es lo último que necesita Brasil en este momento: las entradas de capital y la subida de la inflación fuerzan una apreciación del tipo de cambio efectivo del Real, erosionando gradualmente la competitividad de las exportaciones brasileñas.

La exploración de las enormes reservas de petróleo *offshore* descubiertas hace unos años plantean otro desafío a Brasil: gestionar dichas reservas con habilidad, evitando que la posición competitiva de las exportaciones no petroleras se debilite demasiado debido a la fortaleza de la moneda, un fenómeno al que se alude a menudo como el “mal holandés”. El principal objetivo de las autoridades es lograr un crecimiento del PIB que sea sostenible, manteniendo al mismo tiempo bajo control la inflación y el déficit por cuenta corriente. Como Brasil es un gran mercado, con cerca de 200 millones de habitantes, hay amplias perspectivas comerciales con compradores de ese país. De manera general, el sector financiero está en buena forma, pero otros aspectos fundamentales de la economía nacional (como las infraestructuras) requieren mejoras. Sin embargo, para lograr dichas mejoras, el gobierno debería aumentar la inversión del sector público: un estímulo adicional que acentuaría todavía más el riesgo de sobrecalentamiento de la economía.

China: la economía sigue avanzando con fuerza

China es la potencia económica de más rápida expansión en el mundo y el crecimiento siguió siendo impresionante en 2009, incluso en plena caída del comercio mundial. El apoyo a gran escala del sector público, en forma de estímulos fiscales, contrarrestó la caída de las exportaciones y amortiguó el impacto negativo de la crisis crediticia mundial. Cuando el comercio mundial registró una fuerte recuperación el año pasado, las exportaciones chinas hicieron lo mismo, registrando un índice de crecimiento real del 20% (ver Gráfico 32). En 2010, las autoridades chinas adoptaron medidas para enfriar suavemente la economía al alcanzar el crecimiento del PIB real el 10,3%. Las perspectivas para este año y el año que viene son de nuevo expansivas, si bien se prevé cierta moderación. El mercado interno chino sigue expandiéndose con fuerza, impulsado por las inversiones de empresas y el crecimiento del consumo privado (ver Gráfico 33).

A pesar de una política monetaria y fiscal más restrictiva, el índice de inflación se sitúa actualmente por encima del 5%[14]. La subida de los precios de las materias primas, junto con el fuerte crecimiento de la demanda interna, han ejercido presión sobre la inflación y han surgido signos crecientes de sobrecalentamiento. En un país con 1.300 millones de habitantes, un rápido aumento de los precios de los alimentos, la energía y las materias primas constituye un riesgo significativo de descontento social. Por consiguiente, las autoridades se enfrentan al reto de encontrar el equilibrio entre un fuerte crecimiento (para mantener la mejora del nivel de vida) y mantener la inflación bajo control (para evitar una erosión del nivel de vida).

Gráfico 32

Exportaciones e importaciones: China

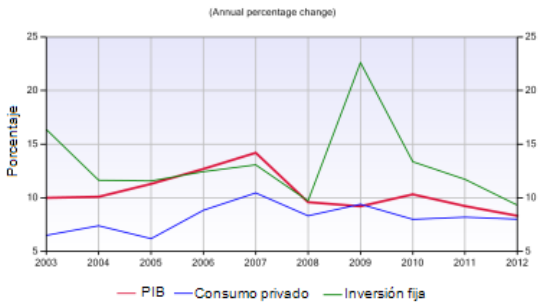
(Variación porcentual anual)

Fuente: Global Insight.

Gráfico 33

Componentes de la demanda agregada: China

(Variación porcentual anual)



Fuente: Global Insight.

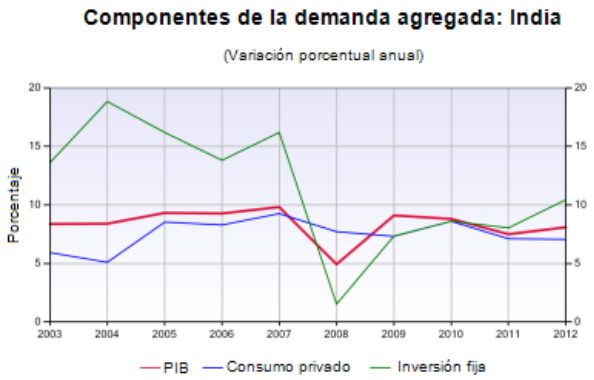
Aparte de las tensiones políticas subyacentes, existe el riesgo de que un mercado inmobiliario sobrecalentado sufra un aterrizaje duro. Las agresivas inversiones realizadas en los últimos años no han sido ciertamente tan productivas. El principal riesgo en relación con estos desarrollos es el deterioro de la calidad de los activos del sector bancario. Los préstamos no rentables siguen en niveles bajos pero podrían aumentar con los años cuando se enfríe el mercado inmobiliario. La cuestionable calidad de la inversión y los informes sobre niveles de endeudamiento ya altos podrían también suscitar inquietud respecto a la salud financiera de los gobiernos locales. Además, debe tenerse presente que China es, y seguirá siendo en un futuro previsible, un estado unipartidista. Las decisiones económicas se toman por motivos políticos, lo que genera un mercado excesivamente regulado y un sistema que favorece inherentemente la corrupción generalizada. Al margen de estos riesgos potenciales, sin embargo, el país dispone de un amplio colchón de reservas internacionales (que ascienden a aproximadamente 3,2 billones de USD) además de obligaciones de deuda externa desdeñables. Esta posición permite a las autoridades un mayor peso en el escenario mundial en términos políticos y expandir su poder económico en las próximas décadas.

[14] Esta cifra es una estimación y puede estar infravalorada. La fiabilidad de las estadísticas oficiales está a menudo en tela de juicio.

India: todavía queda mucho por hacer

La India ha sido uno de los países con mejor comportamiento en la última década. Entre 2000 y 2008, el crecimiento del PIB registró un promedio de cerca del 7% anual, por detrás solo de China entre los grandes mercados emergentes. En términos de crecimiento económico, India no se vio prácticamente afectada por la crisis mundial. Dicho crecimiento se debe al fuerte impulso del consumo privado y a la inversión, aprovechando las medidas de liberalización económica de finales de los años noventa y el consiguiente aumento del nivel de vida (ver Gráfico 34). Las exportaciones de manufacturas, software y servicios empresariales también han contribuido al éxito económico, si bien las exportaciones cayeron casi un 5% en 2009 (ver Gráfico 35). Como ponen de manifiesto las actuales cifras de fuerte crecimiento, se prevé que el período de alto crecimiento del PIB en la India esté lejos de haber terminado, a pesar de la importante dependencia de la producción agrícola. Sin embargo, la inflación es alta, lo que socava la posición competitiva de la India; el aumento de los precios de las materias primas, que tienen que importarse, ha contribuido en gran medida a erosionar el nivel de vida de amplios sectores de la población.

Gráfico 34



Fuente: Global Insight.

Gráfico 35

Fuente: Global Insight.

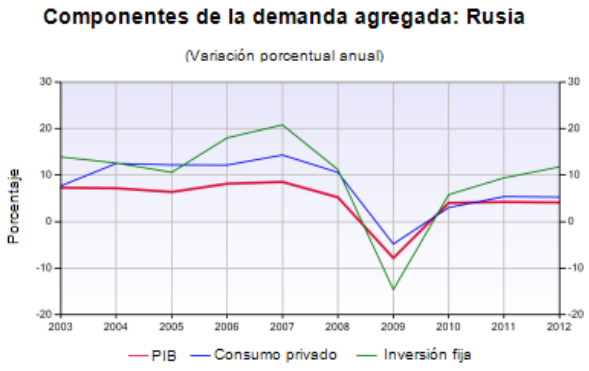
Siendo un país de renta baja-media, a la India le queda todavía mucho camino por recorrer en términos de desarrollo. El bienestar está distribuido de manera desigual entre regiones y grupos sociales, pero la clase media es capaz de sostener un mercado interno boyante que se está recuperando rápidamente. Además, la estructura económica debe mejorar de manera significativa, especialmente por lo que respecta a las deficientes infraestructuras del país. Es urgente abordar los problemas de suministro energético, carreteras y ferrocarriles, y el deficiente sistema educativo. Al contrario que en China, el perfil de crecimiento de la India se refleja en un importante 'doble déficit': con cifras negativas tanto en las cuentas del sector público como en la balanza por cuenta corriente.

El déficit del sector público en la India se suma a la deuda del gobierno que alcanzó el 70% del PIB en 2010. La disciplina fiscal en la India es bastante deficiente, basándose en bajos ingresos fiscales y un amplio programa de subsidios a los alimentos, los combustibles y los fertilizantes. Aunque la balanza por cuenta corriente es estructuralmente negativa, una amplia liquidez internacional y un bajo nivel de deuda externa garantizan que la India seguirá siendo un mercado robusto y de rápido crecimiento.

Rusia: un monocultivo vulnerable

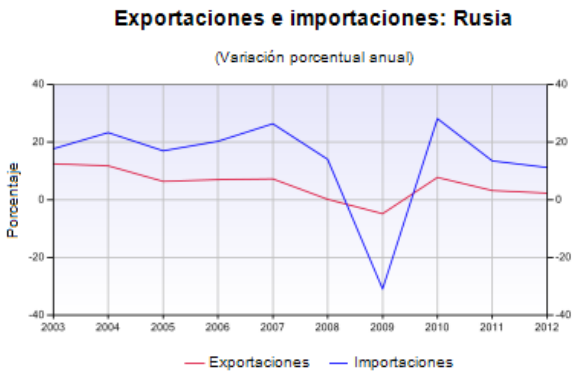
En 2009 la economía rusa se vio gravemente afectada por la brusca caída de los precios de la energía, como respuesta a la crisis, registrando los excedentes comerciales, que son moneda corriente en este país, un notable deterioro. Las importaciones también cayeron durante la profunda recesión que registró Rusia, con un desplome del PIB real del 7,8% en 2009. En 2010, la recuperación mundial impulsó un aumento de los precios de la energía en el mercado mundial y la economía rusa se recuperó con un índice de crecimiento real del 4%. El mercado interno necesitó un importante apoyo fiscal durante la crisis, prestándose ayuda financiera a los bancos del estado y a las empresas. Esto se refleja ahora en las cuentas del sector público, que han acumulado un déficit considerable en 2010. Se prevé que el crecimiento económico supere el 4% en 2011 y 2012, pero esto significa que, teniendo en cuenta la severa contracción experimentada durante la crisis, la recuperación será larga (ver Gráfico 36).

Gráfico 36



Fuente: Global Insight.

Gráfico 37



Fuente: Global Insight.

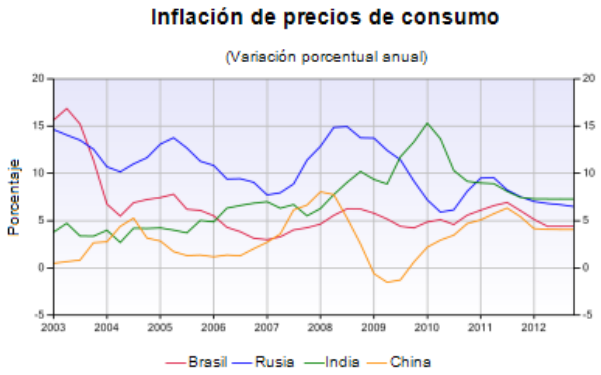
Aunque el gobierno ruso ha adoptado medidas para reducir el déficit público, la deficiente estructura económica del país supone un obstáculo. Para los próximos años, Rusia seguirá siendo un monocultivo, dependiente en gran medida de la producción y exportación de gas y petróleo. El comportamiento de la economía está en última instancia ligado a los caprichos de los mercados mundiales de la energía, y la economía carece del sector exportador dinámico de otros países BRIC (ver Gráfico 37). La economía rusa está fuertemente monopolizada por empresas públicas o leales al estado, y los sistemas ejecutivo y legal del país son débiles y opacos. Como resultado de ello, la corrupción es alta y el clima de negocios no es fiable. No siempre se respetan los derechos de propiedad y las decisiones empresariales están en ocasiones sujetas a interferencias políticas. El sector bancario necesita reformas urgentes y esta frágil estructura seguirá limitando las oportunidades de negocio en Rusia[15].

[15] A principios de 2011, el Banco de Moscú tuvo que ser rescatado por el estado en la mayor operación de rescate de la historia de Rusia.

Contextualizar los riesgos

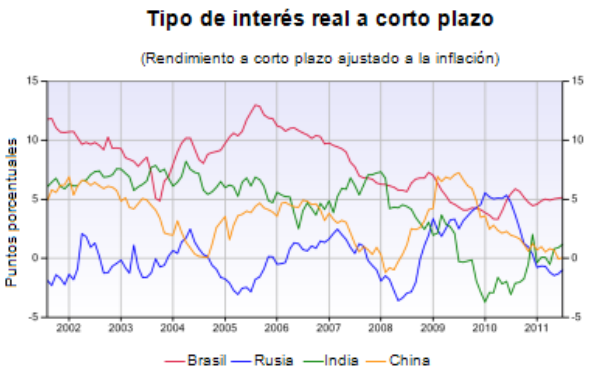
A modo de resumen, todas las economías de los países BRIC presentan actualmente elevados índices de crecimiento. Pero la economía mundial se enfrenta a enormes retos en términos de ajuste y estas perspectivas de crecimiento están condicionadas a la hipótesis de que dicho proceso de transición se desarrolle sin dificultades. A partir del segundo semestre de 2009, la expansión ha coincidido con la subida de los precios de los alimentos y las materias primas, proceso que ha generado un aumento de la inflación (ver Gráfico 38). La alta inflación ejerce presión sobre las estructuras políticas ya que aumenta el coste de vida para los segmentos más desfavorecidos de la población, sentando las bases del descontento social. La política monetaria ha respondido a estos acontecimientos, si bien con un alcance diferente en cuanto a magnitud y efecto en los diferentes países BRIC: mientras que Brasil se ha caracterizado por un entorno de intereses relativamente altos, el tipo de interés real es relativamente bajo en otros países (ver Gráfico 39).

Gráfico 38



Fuente: Global Insight.

Gráfico 39



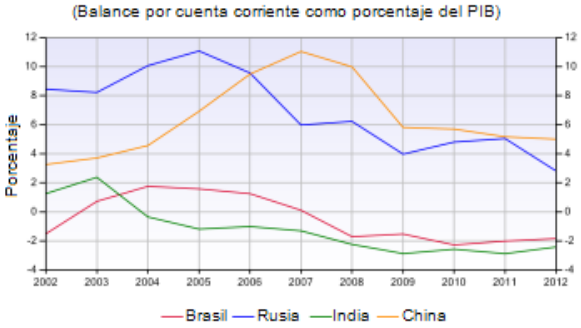
Fuente: Global Insight.

No obstante, la estabilidad macroeconómica y la situación de riesgo político de los países BRIC ha mejorado considerablemente desde 2005, tal y como se refleja en sus calificaciones soberanas. Las principales agencias de calificación consideran que todos los países BIRC tienen rango de inversión de calidad, estando China al mismo nivel que Japón. Pero la rapidez de los cambios en las condiciones de un país ha demostrado en el pasado ser fuente de inestabilidad, elevando el riesgo de ajustes bruscos que podrían manifestarse en pérdidas severas de producción o devaluaciones de la moneda. Incluso los países con bases aparentemente sólidas, según se refleja en sus calificaciones de crédito internacionales, pueden ser objeto de transiciones rápidas en condiciones adversas.

Por este motivo, los países presentan determinadas vulnerabilidades subyacentes que no deberían desdeñarse. En primer lugar, la gobernanza y la regulación desarrollada son factores determinantes claves del rendimiento económico. Los fallos en estas estructuras pueden pasar desapercibidos en tiempos de bonanza, pero se harán sentir si las condiciones son desfavorables. La regulación y la supervisión van a la zaga de la expansión de la actividad económica, de manera que los sistemas opacos y la corrupción constituyen un problema importante. En segundo lugar, los signos de sobrecalentamiento que se perciben deberían tomarse en serio ya que puede ser necesario corregirlos. Una vez más, la situación en cada país es diferente: mientras que Brasil y la India presentan déficits por cuenta corriente, en el caso de Rusia y China ocurre lo contrario (ver Gráfico 40).

Gráfico 40

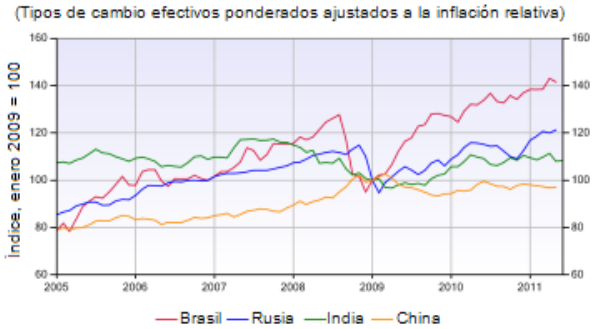
Balance por cuenta corriente



Fuente: Global Insight.

Gráfico 41

Tipos de cambio efectivos reales



Fuente: Global Insight.

En tercer lugar, los flujos de capital están aumentando y todas las economías BRIC, excepto China, han visto cómo se apreciaban sus monedas desde 2009 (ver Gráfico 41). Si bien en el primer capítulo sosteníamos que hay motivos para preocuparse algo menos respecto a la composición de los flujos de capital en términos generales, la situación varía de un país a otro. Por ejemplo, Brasil ha registrado entradas de flujos de capital a corto plazo combinadas con una fuerte apreciación del tipo de cambio del real, lo que merma su posición competitiva, dificultando las exportaciones y las bases del crecimiento. Sin embargo, existe un factor de atenuación fundamental para defenderse de estas vulnerabilidades: un nivel suficiente de reservas de divisas; cuanto mayor es este colchón (medido en proporción con la deuda o las exportaciones), mayor es la capacidad de soportar cambios adversos súbitos en las condiciones del mercado.

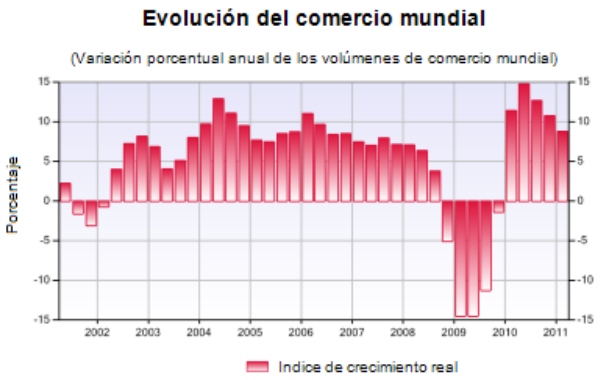
Parte 4

Implicaciones en materia de comercio y crédito

Se prevé que el crecimiento de las exportaciones siga siendo robusto

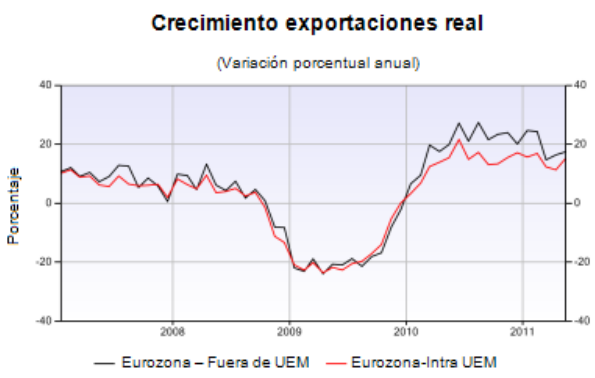
El volumen de comercio de bienes y servicios está vinculado al nivel de PIB y las perspectivas globales también sirven de guía a nuestra visión del comercio internacional. Tras caer casi un 11% en 2009, como reflejo de la brusca contracción de la actividad económica, el comercio mundial se recuperó con fuerza en 2010, registrando un índice anual de crecimiento del 12,4% (ver Gráfico 42), lo que ha permitido que el volumen del comercio internacional vuelva a sus niveles máximos de antes de la crisis de casi 4 billones de USD. Los últimos datos sobre el comercio indican que su ritmo de crecimiento se ha debilitado, en consonancia con la moderación del ciclo de negocios. Teniendo en cuenta las actuales perspectivas económicas, prevemos que el comercio mundial crezca un 6% tanto en 2011 como en 2012. Si bien este ritmo es considerablemente más lento que el registrado en 2010, representa no obstante un índice de crecimiento en consonancia con la media de los últimos 20 años.

Gráfico 42



Fuentes: Global Insight; OCDE.

Gráfico 43



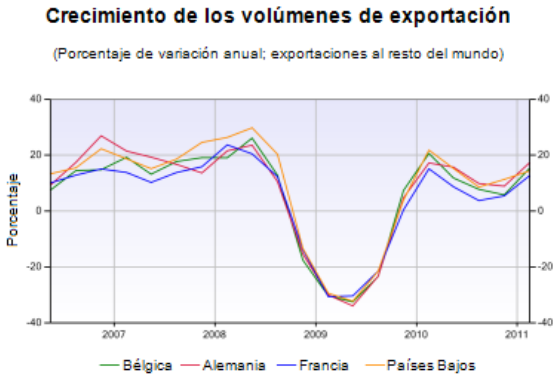
Fuentes: Global Insight; Eurostat.

El crecimiento de las exportaciones de los países emergentes y de los países en desarrollo seguirá siendo más rápido que en las economías avanzadas, y todavía más en el caso de las importaciones. La tendencia global de sólido rendimiento y las atractivas perspectivas de crecimiento en los mercados emergentes se refleja en estos flujos comerciales. Al mismo tiempo, mientras el comercio intrarregional repunta en el conjunto de Asia y de América Latina, la lenta recuperación económica y la debilidad del sector financiero reducen el ritmo de los flujos entre los mercados desarrollados. En la eurozona, desde principios de 2010, el crecimiento de las exportaciones a mercados fuera de la unión monetaria ha superado al crecimiento de las exportaciones entre países miembros (ver Gráfico 43). A la vista de la situación cada vez más problemática dentro de la eurozona, es razonable esperar que esta diferencia se amplíe todavía más en el horizonte de previsión. También se prevé que el crecimiento del comercio interno de bienes se desarrolle más lentamente en el conjunto de los mercados desarrollados, en consonancia con las previsiones del PIB.

Gráfico 44

Fuentes: Global Insight; Baltic Exchange.

Gráfico 45



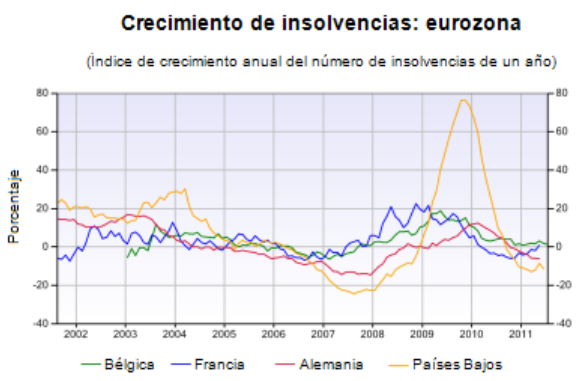
Fuentes: Global Insight; OCDE.

Si bien las expectativas de una recuperación continuada son buenas para las empresas y el comercio, los datos subyacentes relativos al comercio presentan señales contradictorias. El desarrollo del Baltic Dry Index, un indicador de la actividad comercial mundial que se cita a menudo, ha sido débil desde el segundo semestre de 2010 (ver Gráfico 44). Aunque esto refleja en parte el exceso de capacidad del sector del transporte (acumulado en los años previos a la crisis), la reciente recuperación no ha generado una demanda comparable para el transporte de materias primas. El reciente episodio de crisis también ha puesto de manifiesto hasta qué punto los flujos comerciales son sensibles a los cambios bruscos en las condiciones financieras (ver Gráfico 45). El alto grado de incertidumbre en torno a la capacidad soberana en el conjunto de los países avanzados y las consiguientes presiones sobre la financiación bancaria en Europa subrayan dichos riesgos, traduciéndose posiblemente en condiciones comerciales más estrictas.

Las perspectivas apuntan a una estabilización de las condiciones de insolvencia...

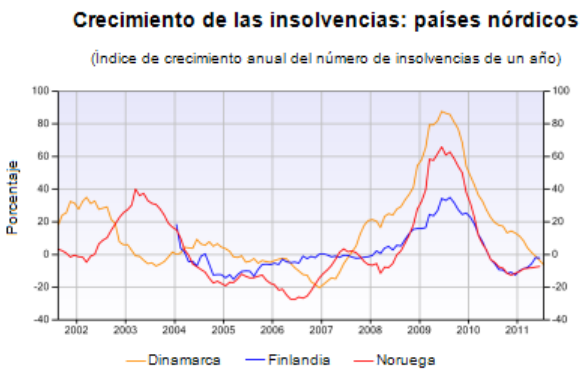
Los desarrollo económicos previstos, tal y como se han descrito en las secciones anteriores, afectan en última instancia a las condiciones de solvencia y al comportamiento de pago de las empresas. Aunque el crecimiento del PIB real es la variable fundamental en nuestro marco de insolvencia agregada, hay otros factores subyacentes a esta medida resumida de rendimiento económico que influye en la probable evolución de las insolvencias. Unas condiciones financieras restrictivas, por ejemplo, tienen un impacto más negativo sobre el clima de impagos en el sector empresarial si el nivel de endeudamiento es relativamente alto, como ya se ha referido en este informe. La severa contracción de la actividad económica real y condiciones de crédito excesivamente restrictivas en 2008 y 2009 provocaron un aumento generalizado de las insolvencias, si bien la gravedad y los tiempos de este aumento variaron de un país a otro.

Gráfico 46



Fuentes: Global Insight; institutos nacionales de estadísticas.

Gráfico 47



Fuentes: Global Insight; institutos nacionales de estadísticas.

El número de quiebras de empresas en los Países Bajos aumentó casi un 75% en 2009, y algunos de los principales mercados registraron un crecimiento de las insolvencias por encima del 20% (ver Gráficos 46 y 47). Cabe subrayar que el crecimiento del PIB no tiene necesariamente que ser negativo para que aumenten las insolvencias y, por lo general, es suficiente con que se moderen los índices de crecimiento para que se produzca un deterioro del entorno de insolvencias.

Las mejoras en la economía real y cierta estabilización en las condiciones de crédito (aunque todavía insuficiente) en el conjunto de los mercados desarrollados desde 2010 se han reflejado en una reducción generalizada de las insolvencias. Las insolvencias cayeron a escala mundial en 2010 tanto en las economías avanzadas como en las economías emergentes. En términos agregados, las insolvencias se han reducido en el conjunto de América del Norte, la eurozona, los países nórdicos, así como en Europa oriental[16]. Consideramos que el crecimiento de las insolvencias, como indicador de las condiciones de quiebra empresarial, es el dato más ilustrativo en los mercados desarrollados, por lo que esta sección se centra en una selección de los principales países desarrollados[17].

Si nos centramos primero en una selección de mercados claves en Europa occidental, prevemos que la recuperación genere una modesta mejora en el entorno de insolvencias en relación con 2010. Cabe subrayar que la magnitud de los futuros ajustes es limitada, lo que, habida cuenta de los amplios movimientos observados en los últimos años, supone simplemente una estabilización de las condiciones de insolvencia. Prevemos que las insolvencias sigan cayendo en Austria, Alemania y los Países Bajos (ver Tabla 6). Las últimas cifras de insolvencias de Bélgica, Francia, Suiza y el Reino Unido sugieren, sin embargo, que las condiciones de impagos no se modificarán, a pesar de las expectativas de una recuperación sostenida de la actividad económica.

Tabla 6: Proyecciones en materia de insolvencias – Europa occidental[18]

Previsiones de insolvencias Agosto de 2011		Número de insolvencias y variación en % respecto al año anterior						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	Tendencia 2011
Austria		6.295	6.315	6.902	6.376	6.057	6.057	↓
	%	**-6,1**	**0,3**	**9,3**	**-7,6**	**-5**	**0**	
Bélgica		7.677	8.472	9.420	9.579	9.579	9.100	→
	%	**0,8**	**10,4**	**11,2**	**1,7**	**0**	**-5**	
Francia		42.840	51.254	53.743	52.106	52.106	49.501	→
	%	**6,0**	**19,6**	**4,9**	**-3,0**	**0**	**-5**	
Alemania		29.160	29.291	32.687	31.998	30.398	30.398	↓
	%	**-14,6**	**0,5**	**11,6**	**-2,1**	**-5**	**0**	
Países Bajos		4.602	4.635	8.040	7.268	6.541	6.214	↓
	%	**-22,5**	**0,7**	**73,5**	**-9,6**	**-10**	**-5**	
Suiza		4.314	4.221	5.215	6.255	6.255	5.942	→
	%	**-4,7**	**-2,2**	**23,5**	**19,9**	**0**	**-5**	
Reino Unido		12.507	15.535	19.077	16.045	16.045	15.243	→
	%	**-4,8**	**24,2**	**22,8**	**-15,9**	**0**	**-5**	

Fuentes: Global Insight; institutos nacionales de estadísticas; Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

[16] Dun & Bradstreet, Special Report, junio de 2011.

[17] Esta evaluación se basa en la calidad de las estadísticas oficiales y en la comparabilidad suficiente de legislación en materia de insolvencias.

[18] Las previsiones se basan en los resultados de modelos estadísticos y opiniones de expertos. Los valores de 2010 representan datos reales. Todos los puntos de vista que se expresan aquí son los de Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius (fecha de la predicción final: 19 de agosto de 2011).

Los países nórdicos registraron un aumento concertado de las insolvencias en 2008 y 2009, lo que refleja la profundidad y la gravedad de la recesión económica en relación con crisis anteriores. Dinamarca, por ejemplo, que entró en recesión ya en 2007 y experimentó una contracción de la producción del 0,7% en 2008 y del 4,9% en 2009, ha registrado cuatro años de un crecimiento de las insolvencias de dos dígitos. Teniendo en cuenta las actuales perspectivas, se prevé que tanto Dinamarca como Noruega experimenten una mejora en cuanto al crecimiento de las insolvencias este año y el año que viene (ver Tabla 7). Las últimas cifras de insolvencias sugieren una estabilización de las condiciones de insolvencia en Suecia e incluso un ligero deterioro en Finlandia, si bien ambas economías presentan actualmente un fuerte impulso del crecimiento. Por lo que respecta a la región nórdica en su conjunto, el crecimiento de las insolvencias previsto es, no obstante, marginal en comparación con las fluctuaciones observadas en los últimos años.

Tabla 7: Proyecciones en materia de insolvencias – Países nórdicos[19]

Previsión de Insolvencias Agosto 2011		Número de insolvencias y variación en % respecto al año anterior						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	Tendencia 2011
Dinamarca		2.401	3.709	5.710	6.461	5.492	4.943	
	%	**20,8**	**54,5**	**54,0**	**13,2**	**-15**	**-10**	
Finlandia		2.254	2.612	3.275	2.864	3.007	2.857	
	%	**-1,4**	**15,9**	**25,4**	**-12,5**	**5**	**-5**	
Noruega		2.845	3.637	5.013	4.435	4.213	4.003	
	%	**-6,2**	**27,8**	**37,8**	**-11,5**	**-5**	**-5**	
Suecia		6.152	6.602	7.892	7.546	7.546	7.169	
	%	**-5,2**	**7,3**	**19,5**	**-4,4**	**0**	**-5**	

Fuentes: Global Insight; institutos nacionales de estadísticas; Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

Según las previsiones, las insolvencias en Estados Unidos, que cayeron un 7% en 2010, seguirán reduciéndose todavía más en 2011 (ver Tabla 8). Se prevé que Japón registre un ligero aumento de las insolvencias en 2011 como consecuencia de la catástrofe, lo que también apoya la tendencia de las estadísticas oficiales. Con la desaceleración económica de este año en Australia y en Nueva Zelanda, se prevé una inversión de la tendencia propicia en relación con las insolvencias observada en 2010. En contraste con las regiones anteriores, cabe esperar cierto deterioro del entorno de insolvencias en la región de Asia-Pacífico.

Tabla 8: Proyecciones en materia de insolvencias – Asia Pacífico y Estados Unidos[20]

Previsión de Insolvencia Agosto 2011		Número de insolvencias y variación en % respecto al año anterior						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	Tendencia 2011
Australia		12.018	14.173	14.580	14.385	15.104	14.349	
	%	**-3,7**	**17,9**	**2,9**	**-1,3**	**5**	**-5**	
Japón		14.091	15.646	15.480	13.321	13.987	14.686	
	%	**6,4**	**11,0**	**-1,1**	**-13,9**	**5**	**5**	
Nueva Zelanda		3.233	2.105	3.047	2.873	2.873	2.873	
	%	**-5,4**	**-34,9**	**44,8**	**-5,8**	**0**	**0**	
Estados Unidos		28.137	42.861	60.530	56.046	50.441	47.919	
	%	**42,0**	**52,3**	**41,2**	**-7,4**	**-10**	**-5**	

Fuentes: Global Insight; institutos nacionales de estadísticas; Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

[19] Ver nota al pie 18.
[20] Ver nota al pie 18.

Los mercados del sur de Europa han registrado un deterioro masivo del clima de impagos entre 2008 y 2010, de manera que las perspectivas de impago en la eurozona son divergentes, en consonancia con las importantes diferencias en cuanto a rendimiento económico entre el norte y el sur. Las evoluciones específicas de cada país vienen determinadas por una serie de factores, incluyendo las diferencias en cuanto a la estructura económica y los perfiles financieros de cada país. En el caso de los países más afectados por las turbulencias en torno a la deuda soberana, prevemos que las actuales condiciones de debilidad persistan. Las empresas deberán hacer frente a una mayor presión ahora que se están aplicando las medidas de austeridad previstas y las condiciones de crédito siguen siendo restrictivas.

Tabla 9: Proyecciones en materia de insolvencias – Sur de Europa e Irlanda[21]

Previsión de insolvencias Agosto 2011		Variación porcentual de las insolvencias respecto al año anterior						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	Tendencia 2011
Grecia	%	0	30	40	30	30	5	↑
Irlanda	%	19	100	50	10	0	-15	→
Italia	%	-35	18	40	20	5	0	↑
Portugal	%	-12	54	36	10	10	5	↑
España	%	10	100	50	5	0	-15	→

Fuente: Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

Se prevé que Grecia y Portugal registren un crecimiento continuado de los impagos en 2011 debido a la contracción de sus economías (ver Tabla 9). De manera similar, prevemos un ligero aumento de los impagos en Italia debido a la moderación prevista del ya débil crecimiento económico. Por otra parte, se prevé que se produzca una estabilización del entorno de insolvencias en España e Irlanda que van saliendo lentamente de la recesión.

… aunque los niveles de impago siguen siendo altos

Aunque esperamos, en general, una mejora del entorno de insolvencias en 2011 y a partir de entonces, esta tendencia positiva refleja en mayor medida un ajuste hacia niveles de impago medios a largo plazo que un signo de fortaleza económica. Tanto Francia como el Reino Unido, por ejemplo, presentan niveles persistentemente altos de impagos a pesar de las recientes mejoras (ver Gráficos 48 y 49). Al considerar el crecimiento de las insolvencias como un indicador de variación de los impagos de un período al siguiente, resulta útil tener en cuenta simultáneamente los niveles de impago.

[21] Las previsiones se basan en modelos estadísticos y opiniones de expertos. El historial de índices de crecimiento en la tabla representa estimaciones basadas en estadísticas oficiales de insolvencia y cálculos modelizados. Por tanto, son indicativas. Todos los puntos de vista que se expresan aquí son los de Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius (fecha de la predicción final: 10 de agosto de 2011).

Gráfico 48

Fuentes: Global Insight; INSEE.

Gráfico 49

Fuentes: Global Insight; The Insolvency Service.

La tabla 10 resume el comportamiento previsto de cada mercado en 2011, clasificado en términos de nivel percibido de riesgo comercial en 2010.

Tabla 10: Niveles de insolvencia[22]

		Evaluación de tipo de frecuencia 2010		
		Bajo	Medio	Alto
Perspectivas de insolvencias 2011	Tendencia al deterioro	Japón Finlandia	Australia	Grecia Portugal Italia
	Estable	Canadá Suecia Suiza Nueva Zelanda		Bélgica Francia Irlanda España Reino Unido
	Tendencia a mejorar	Noruega	Austria Países Bajos Alemania	Dinamarca Luxemburgo Estados Unidos

Fuente: Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

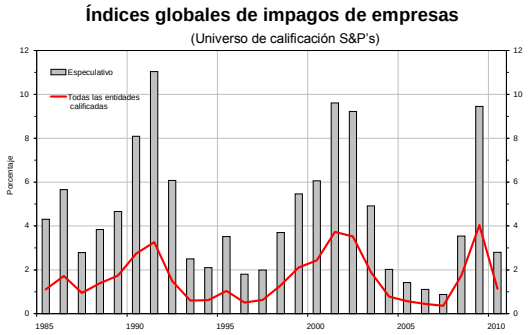
[22] Esta evaluación se basa en los resultados de modelos estadísticos y opiniones de expertos. Las categorías 'Bajo', 'Medio' y 'Alto' describen nuestra percepción de riesgo absoluto de impago en los diferentes países. Por ejemplo, un país clasificado en la categoría 'Bajo' de la tabla se asoció a un índice percibido de impagos bajo en 2010. El índice de impagos se define aquí como la fracción de quiebras de empresas en la totalidad del panel de empresas en un país en un año natural. Los cuadros 'Tendencia a mejorar', 'Estable' y 'Tendencia al deterioro' describen además cómo prevemos que evolucionen las insolvencias en 2011, según se ilustra en las anteriores tablas de previsiones. Todos los puntos de vista expresados son los de Servicio de Estudios Económicos del Grupo Atradius.

Mientras se prevé que la mayoría de los países registren una dinámica de insolvencias estable o con tendencia a mejorar este año, el grueso seguirá correspondiendo a mercados con elevadas insolvencias. Grecia, Portugal e Italia son ejemplos de mercados que se caracterizaron por altos niveles de insolvencia en 2010 y en los que prevemos un mayor deterioro en 2011. Se prevé que las condiciones en Bélgica, que también estaba clasificado como mercado deficiente en materia de insolvencias en 2010, no sufran cambio alguno. En contraste, se prevé que Dinamarca, por ejemplo, con un nivel igualmente alto de impagos, registre una mejora en 2011. Teniendo en cuenta la limitada magnitud de la mejora prevista, sin embargo, el nivel se mantendrá alto. El resultado es que, si bien se prevé que en 2011 muchos países irán acercándose a niveles de insolvencia como los registrados antes de la crisis, el clima de altos niveles de impagos probablemente se mantendrá durante cierto tiempo.

El número de impagos a gran escala se ha reducido…

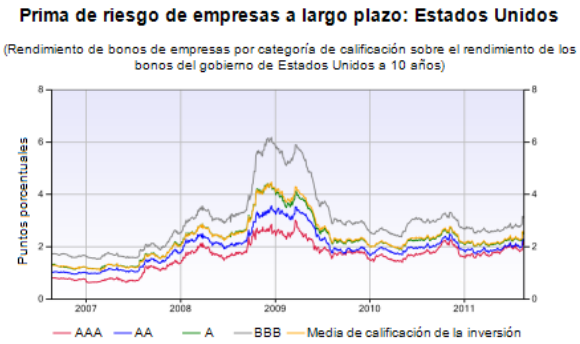
El elevado número de insolvencias generalizadas en el conjunto de los mercados en 2009 se reflejó en una oleada de impagos a gran escala. El índice de impagos global subió hasta el 9% en 2009 pero cayó hasta el 2,8% en 2010, en consonancia con el entorno general de insolvencias (ver Gráfico 50)[23]. Las primas de riesgo de las empresas también se mantuvieron razonablemente estables durante el primer semestre de 2011 pero presentan niveles mucho más altos que antes de la crisis (ver Gráfico 51). Cabe señalar que las primas de riesgo de las empresas se han ampliado considerablemente desde principios de agosto al intensificarse las turbulencias financieras. Con una visión más amplia, estas medidas sugieren que la percepción del riesgo se ha estabilizado en los dos últimos años, aunque no hay duda de que el riesgo de crédito sigue siendo alto. Además, como se ha visto en la anterior crisis la percepción del riesgo de crédito puede deteriorarse rápidamente.

Gráfico 50



Fuente: Standard & Poor's.

Gráfico 51



Fuente: Global Insight.

… pero las previsiones de impagos siguen siendo altas

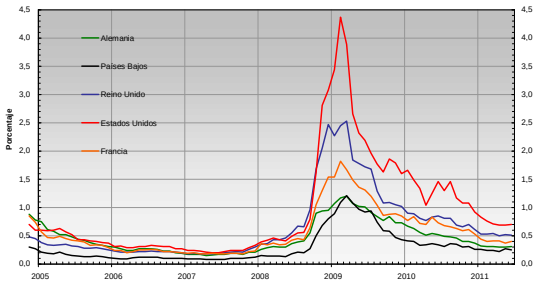
La prolongada subida de los mercados de valores que se produjo entre abril de 2009 y julio de este año ha sido de hecho un factor fundamental en la percepción generalizada de recuperación sostenida. El rebote de los precios de los valores y la reducción simultánea de la volatilidad del mercado se han traducido, por lo general, en una reducción de las previsiones de impagos de las empresas. Los índices de Frecuencia Prevista de Impagos (EDF)[24] han seguido moderándose en 2011, tanto en América del Norte como en el conjunto de los principales países europeos. La EDF media de las empresas estadounidenses del panel se situó por debajo del 0,7% en junio, lo que equivale a una reducción de 20 puntos básicos desde el inicio de 2011 (ver Gráfico 52).

[23] Este índice representa la fracción ponderada de empresas en situación de impago calificadas por Standard & Poor's.

[24] La EDF es una medida para seguir el riesgo de impago entre las empresas del panel. La combinación de balance e información del mercado de valores de una empresa en particular genera una previsión de impago a un año. La EDF media representa el percentil 50º en el agregado de interés de la empresa.

Gráfico 52

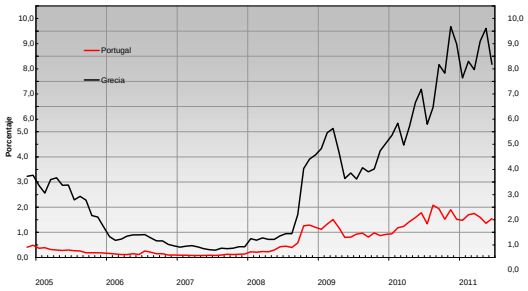
Evolución EDF media por país



Fuente: Moody's KMV Credit Monitor.

Gráfico 53

Evolución EDF media por país



Fuente: Moody's KMV Credit Monitor.

Sin embargo, a pesar de la mejora generalizada, el panel de grandes empresas en el universo de sociedades cotizadas está asociado a un riesgo de impago considerablemente alto comparado con el de hace cinco años. La tendencia en el conjunto de los mercados de la eurozona directamente afectados por las turbulencias financieras soberanas también es claramente diferente, presentando Grecia una previsión de impago mayor en el mismo período (ver Gráfico 53). El desplome de las cotizaciones de acciones combinado con altos niveles de deuda en los balances ha llevado a que la mitad de las empresas cotizadas en Grecia presente actualmente un riesgo de impago superior al 7% en los próximos 12 meses. El nivel de volatilidad extrema en el conjunto de los mercados de valores en general durante el mes de agosto, junto con la consiguiente importante caída de las cotizaciones, sugiere que podríamos anticipar una reversión generalizada de la tendencia anteriormente propicia en las previsiones de impagos. Aunque todavía es pronto para evaluar el impacto pleno de las turbulencias en los mercados financieros en la actividad real, está claro que el panorama de riesgo se ha deteriorado significativamente desde julio.

El principal escenario está asociado predominantemente a riesgos adversos.

En cualquier momento, intentar predecir condiciones económicas es un ejercicio que implica un alto grado de incertidumbre. Las dinámicas de los países son diversas y dependen de estructuras únicas, las regiones presentan una amplia heterogeneidad y los diversos indicadores a menudo emiten señales contradictorias. En el momento de redactar este informe estamos también viviendo un grave período de tensiones en los mercados financieros, con niveles de volatilidad que no habíamos visto desde 2008 e implicaciones poco claras en las condiciones reales en el futuro. Abstrayéndonos de estas dificultades evidentes y con una visión más amplia, podemos condensar nuestro escenario de referencia en dos conclusiones principales. En primer lugar, se espera que la mejora prevista en la actividad de la economía real, según se ha descrito en este informe, se manifieste en forma de una amplia estabilización del entorno para el crédito. El número de insolvencias sigue siendo alto, pero se está reduciendo progresivamente. Mirando al futuro, las métricas de crédito, como las primas de riesgo de las empresas y la frecuencia prevista de impagos, también se han mantenido bastante estables. En segundo lugar, prevemos que la mejora sostenida de la actividad de la economía real apoye un impulso continuado y robusto del comercio mundial. Este punto de vista se basa en parte en el sólido rendimiento del conjunto de los mercados emergentes, que compensa el lento progreso de las economías desarrolladas y ofrece nuevas oportunidades.

Pero los riesgos adversos asociados a este escenario de referencia son extraordinariamente amplios. La tendencia proyectada se basa en hipótesis frágiles y el grado de incertidumbre ha aumentado significativamente. La crisis de la deuda en Europa se ha intensificado, lo que plantea importantes riesgos para el rendimiento económico futuro en la eurozona, con un impacto directo en las empresas a través de las condiciones de financiación y de crédito y repercusiones potenciales a escala mundial. La fortaleza de la economía real se enfrenta al obstáculo de un sector financiero todavía débil en todos los mercados desarrollados y a vulnerabilidades estructurales en los países que están registrando una rápida expansión. En un entorno tan incierto, incluso los problemas menores pueden dar lugar a amplios ajustes y pueden hacer que el comercio se desplome.

Acerca de Crédito y Caución

Crédito y Caución, compañía de seguros, lleva cerca de 80 años contribuyendo al crecimiento de las empresas, protegiéndolas de los riesgos de impago asociados a sus ventas a crédito de bienes y servicios. Con una cuota de mercado cercana al 60% en España y al 33% en Portugal, se sitúa como la compañía líder de su sector en el mercado ibérico. Asimismo, Crédito y Caución ha expandido su actividad directa a Brasil.

La compañía es el operador en estos tres mercados del Grupo Atradius, presente en 42 países. Con unos ingresos totales cercanos a los 1.800 millones de euros y una participación del 31% en el mercado global del seguro de crédito, tiene acceso a la información de crédito de más de 52 millones de compañías en todo el mundo y toma más de 22.000 decisiones diarias de límites de crédito. La fortaleza financiera de Crédito y Caución queda avalada por las calificación A- de Standard & Poor's.

Descargo de responsabilidad

Este informe se facilita con fines exclusivamente informativos y no pretende, en modo alguno, ser una recomendación al lector en relación con estrategias, inversiones o transacciones específicas. Los lectores deben tomar sus propias decisiones independientes, tanto comerciales como de otra índole, en relación con la información facilitada. Si bien hemos hecho todo lo posible para asegurarnos de que la información contenida en este informe procede de fuentes fiables, Atradius no se responsabiliza de los errores, omisiones o resultados obtenidos por el uso de la misma. Toda la información contenida en este documento se facilita “tal cual”, sin garantía de integridad, exactitud, puntualidad o de los resultados obtenidos por el uso de la misma, y sin garantía de ningún tipo, expresa o implícita. En ningún caso Atradius, sus asociaciones o compañías, o los socios, representantes o empleados de las mismas serán responsables ante usted o ante cualquier persona de las decisiones tomadas sobre la base de la información contenida en este informe o por cualquier perjuicio derivado, especial o similar, aún en el caso de haber sido prevenidos frente a la posibilidad de dichos perjuicios.

Crédito y Caución
Grupo Atradius

Unidad de Comunicación

Paseo de la Castellana 4
28046
Madrid, España

T. +34 91 432 63 13
pgomezre@creditoycaucion.es