



**Perspectivas económicas**  
**Abril de 2012**

## Editorial

---

Se cumplen ahora prácticamente seis meses desde que el equipo de investigación económica del Grupo Atradius presentó su último informe sobre perspectivas económicas en septiembre de 2011. Seis meses no es mucho tiempo y, si bien se puede caer en la tentación de dar por sentado que la economía mundial no puede haber cambiado mucho, estaríamos ante un supuesto equivocado. El constante cambio en el equilibrio del poder económico mundial de los países desarrollados a las economías emergentes se ha acelerado desde el segundo semestre de 2011. Las perspectivas de la actividad económica mundial para el próximo periodo son más débiles ahora que en septiembre del año pasado –y los riesgos adversos han aumentado. En términos de crecimiento, podemos seguir refiriéndonos a la evolución prevista para 2012 como de dos velocidades, pero esta vez con Europa Occidental marcha atrás y las demás economías a una marcha más baja. Además, los importantes cambios que han afectado al perfil de riesgo mundial se han hecho evidentes e inconfundibles.

Más en particular, el agravamiento de la crisis de la zona euro ha creado un nuevo mapa mundial de riesgos sin precedentes. Mientras solo cuatro estados soberanos de la zona euro conservan calificaciones AAA, hasta cuatro miembros de la zona euro se han instalado en calificaciones especulativas. Esta espectacular transición quiere decir que el riesgo de la deuda soberana súbitamente se ha convertido en un asunto crítico para los principales mercados europeos. Desde finales del año pasado, hasta los gobernantes han llegado a reconocer que no puede descartarse un desmembramiento de la zona euro. En nuestra opinión, la zona euro permanecerá intacta y los políticos lograrán mantener la crisis bajo control mediante la adopción de medidas. No obstante, a la luz de los muchos problemas legales y políticos que están surgiendo en la gestión de la crisis, persisten riesgos importantes.

El panorama geopolítico del riesgo también está cambiado debido a las tensiones crecientes en Oriente Medio. Sin embargo, a pesar de los muchos retos a los que se enfrentan los distintos continentes, los mercados emergentes en general han seguido mejorando en términos de riesgo soberano. Con las sombrías perspectivas de crecimiento para las economías avanzadas como telón de fondo, que se fundamentan en una necesidad urgente de consolidación de deuda y medidas de austeridad, las economías emergentes resultan cada vez más atractivas para los inversores y las empresas. Estas economías, que engloban a millones de clientes potenciales con niveles de vida cada vez más altos, han pasado a ser objetivos estratégicos tremendamente importantes para las empresas occidentales. De cara al futuro, ciertamente prevemos que la expansión global siga estando impulsada por los países asiáticos y latinoamericanos.

Con el ánimo de analizar esta evolución en mayor detalle, hemos realizado más ajustes al formato de este informe. Esta vez la publicación es algo más larga, lo que nos permite añadir más comparaciones gráficas y ofrecer una perspectiva más amplia sobre las economías emergentes en todo el mundo, además de los países BRIC. También hemos incluido un anexo de tablas con las previsiones económicas de las principales economías. Confiamos en que el lector perciba estos cambios como una mejora.

Al igual que la última edición, esta edición del informe de perspectivas económicas cuenta con las sólidas aportaciones de los economistas del equipo de investigación económica del Grupo: Paul Burger, Marijn Kastelein, Niklas Nordman, Daan Willebrands y Afke Zeilstra.

John Lorié, Economista Jefe, Grupo Atradius

## Resumen ejecutivo

---

Las perspectivas económicas globales se han estabilizado recientemente tras un periodo de rápido deterioro en el segundo semestre del año pasado. Prevemos un crecimiento mundial más lento y una leve recesión en la zona euro en 2012, con importantes riesgos a la baja en las perspectivas globales.

### Puntos clave

- El crecimiento económico mundial caerá hasta el 2,6% a medida que las economías avanzadas frenan drásticamente y las economías emergentes se enfrían.
- Los riesgos para las perspectivas son importantes: la crisis en la zona euro solo se ha visto aliviada temporalmente por la intervención del Banco Central Europeo, y los disturbios en Oriente Medio pueden hacer subir aún más el precio del petróleo.
- Se prevé una contracción de la economía de la zona euro, con un freno en el crecimiento de Latinoamérica hasta el 3,6% y un aumento del crecimiento en Asia hasta el 4,9%. Estados Unidos persiste en su recuperación con un crecimiento previsto del 2,3%.
- Las condiciones de crédito siguen siendo restrictivas en el conjunto de los mercados avanzados y la Europa emergente, a medida que el sector financiero consolida su deuda y busca más capital para ajustarse al nuevo marco regulatorio.
- Nuestras previsiones estiman un aumento de las insolvencias en muchas economías europeas.

Se espera que el crecimiento mundial alcance el 2,6% este año: descendiendo del 2,9% registrado en 2011. Se prevé una mejora de las condiciones en 2013, a medida que disminuyan los efectos de la crisis de deuda de la zona euro y el crecimiento mundial repunte al 3,2%. El crecimiento en Asia y Latinoamérica se confirma como un importante motor de la

economía mundial. Las economías emergentes siguen dando alcance a las economías avanzadas y crecen en importancia económica. Si bien se prevé un menor crecimiento del comercio este año, este seguirá siendo positivo. La crisis de deuda de la zona euro se agravó en el segundo semestre de 2011, arrastrando a la economía real hacia la recesión. A través de sus vinculaciones financieras y comerciales, los gobiernos y las empresas de todo el mundo son vulnerables al agravamiento de la crisis de la zona euro, que por tanto constituye el principal riesgo de las perspectivas globales. Otro riesgo es una subida acusada del precio del petróleo, dada la limitada capacidad excedente, el menor suministro ocasionado por las sanciones impuestas a Irán y las cada vez más intensas tensiones políticas.

Se prevé que la economía de Estados Unidos crezca un 2,3% este año: ligeramente por encima de lo registrado en 2011. Las buenas noticias que recibió la economía en los primeros meses de este año, como la reducción del desempleo, indicaban que la recuperación sigue su curso. La tasa de crecimiento, sin embargo, sigue estando bastante por debajo de su media anual del 3,5% antes de la crisis. En el conjunto de la zona euro, este año se prevé una contracción del crecimiento, con una recesión en la mayor parte de las economías. Los países del sur, en particular, se enfrentan a un entorno difícil con reducciones del déficit presupuestario conforme a las leyes comunitarias, una contracción económica y duras condiciones del mercado financiero. El crédito sigue siendo restrictivo debido a la absorción de la depreciación de activos, un clima de deudores empobrecidos y mayores requisitos de capital en virtud de la nueva regulación.

Las perspectivas para las economías emergentes son variadas, previéndose un mayor crecimiento en Asia. El crecimiento se modera en Latinoamérica, aunque seguirá

siendo robusto. El crecimiento económico chino sufrió una desaceleración el año pasado como resultado de políticas de crédito más restrictivas y una desaceleración del mercado de la vivienda, pero aun así se espera que aumente considerablemente situándose en el 8,3%. La región de Oriente Medio y Norte de África (MENA) ya se enfrenta a una desaceleración económica provocada por la caída del turismo, mientras que el estancamiento de la inversión extranjera directa y de la inversión doméstica privada es ya una realidad en aquellos países inmersos en turbulencias políticas. Según nuestras previsiones, la Europa emergente se verá relativamente muy afectada por las condiciones de crédito adversas y el clima económico en deterioro de la zona euro, lo que empeorará sus perspectivas de crecimiento.

Las perspectivas económicas globales sugieren un entorno difícil para las empresas. Según nuestras previsiones, todos los países de la periferia europea, que ya cuentan con altos niveles de insolvencia, deben prever subidas aún mayores. Se prevé que algunos mercados como Grecia e Italia alcancen un crecimiento de las insolvencias de dos dígitos en 2012. En general, las insolvencias tienden a seguir el ciclo de actividad, con un crecimiento económico por debajo de su tasa tendencial, lo que dispara las cifras de insolvencias. Los sectores cíclicos, por lo tanto, están volviéndose cada vez más vulnerables dadas las perspectivas actuales. El riesgo en materia de crédito ha permanecido alto desde la crisis financiera, y las previsiones apuntan a que seguirá siendo alto en el horizonte de previsión.

## Capítulo 1

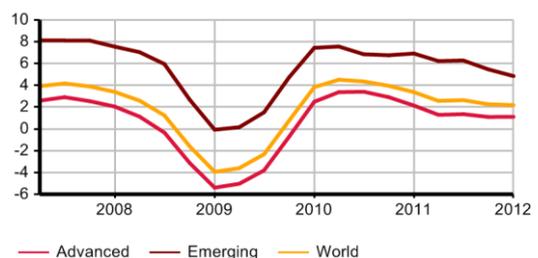
### Entorno macroeconómico mundial

#### El crecimiento mundial se ralentiza

La recuperación económica mundial después de la gran recesión empezó el segundo trimestre de 2009 y se extendió hasta la primera mitad de 2011, aunque a un ritmo marcadamente más lento. El crecimiento mundial del 2,9% alcanzado en 2011 fue significativamente inferior al 4,3% registrado en 2010 (ver Gráfico 1). El crecimiento de las economías emergentes ha seguido siendo fuerte, situándose en un 4,5%, por encima del 1,5% de las economías avanzadas. No obstante, en 2011 descendió considerablemente –especialmente en el segundo semestre– y las tasas de crecimiento mundial han convergido en consecuencia.

**Chart 1: Real GDP growth**

(Annual percentage change in quarterly GDP)



Source: IHS Global Insight

Dentro de las economías emergentes, Asia y Latinoamérica siguen siendo los líderes: Asia creció a un ritmo ligeramente superior al 4,4% en 2011, mientras que la tasa de crecimiento

de Latinoamérica fue del 4,2%. En las economías avanzadas, el crecimiento de Europa Occidental fue mermando a marchas forzadas hasta rozar el cero al cierre del año, a medida que la crisis de deuda de la zona euro empezó a sentirse. La economía estadounidense, sin embargo, demostró una resistencia notable al dar respuesta a una importante demanda de consumo. En todas las regiones, excepto en Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento para 2012 se han revisado a la baja todos los meses desde el pasado noviembre.

El volumen global del comercio casi volvió a sus niveles de antes de la crisis de cerca de 5 billones de USD. Después de la crisis financiera se contrajo, arrojando un descenso del 11% en 2009 en consonancia con la brusca contracción de la actividad económica. Pero en 2010, el comercio mundial se recuperó con fuerza, alcanzando una tasa de crecimiento anual del 12,4% (ver el Gráfico 2). El comercio siguió creciendo un 6% en 2011.

**Chart 2: World trade developments**

(Annual percentage change in global trade volumes)



Sources: IHS Global Insight; OECD

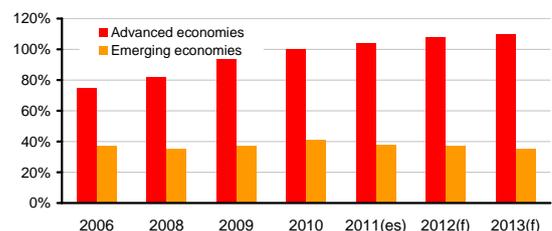
### Las políticas fiscales y monetarias dejan poco margen

La reducción de las tasas de crecimiento exige la adopción de medidas políticas, especialmente en las economías avanzadas. Sin embargo, el problema es que hay muy poco margen para esas medidas: desde la última recesión, los gobiernos han adoptado medidas a una escala sin precedentes para mantener sus economías a flote. Una política fiscal expansionista y una política monetaria extremadamente relajada han sido las principales herramientas para estimular la

economía. En cuanto a la política fiscal, los mercados avanzados estimularon sus economías de una manera nunca vista entre 2008 y 2010<sup>1</sup>, lo que hizo que sus niveles de deuda bruta, como porcentaje del PIB, pasaran del 80% al 100% (ver Gráfico 3).

**Chart 3: Government debt**

(Government debt as % of GDP, es= estimate; f = forecast)



Source: IMF

A medida que sus economías empezaron a recuperarse en el segundo semestre de 2009, la expansión fiscal se convirtió a su vez en consolidación. 2011 fue el primer año en el que este cambio político se hizo patente: los niveles de deuda bruta solo superaban el 100% en casos marginales. Los mercados emergentes estimularon sus economías más tarde –a partir de 2009- y a una escala mucho más modesta.<sup>2</sup> Su ratio de endeudamiento bruto en relación al PIB solo subió unos cuantos puntos porcentuales, alcanzando un máximo de 35% en 2010, y actualmente se encuentra de nuevo en niveles más bajos. En consecuencia, las restricciones de la política fiscal pesan de manera generalizada en las economías avanzadas, mientras que las economías emergentes siguen teniendo un amplio margen para el estímulo. No obstante, dado que en las economías avanzadas es preciso estimular el crecimiento, más que en las economías emergentes, ese espacio fiscal es menos relevante.

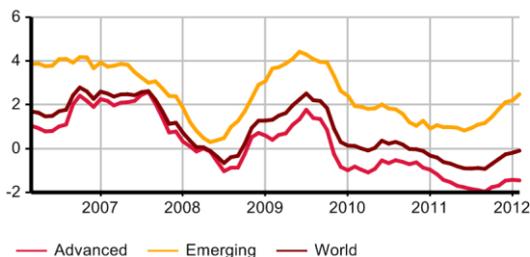
<sup>1</sup> Estados Unidos dedicó 1,2 billones de dólares a estimular la economía solo en 2008 y 2009, en parte debido a los paquetes de rescate del sector financiero.

<sup>2</sup> Si bien el paquete de medidas de estímulo de 600.000 millones de dólares emitido por el gobierno chino en 2009/09 apenas si puede considerarse modesto.

En cuanto a la política monetaria, las autoridades monetarias de las economías avanzadas han aplicado una política flexible, combinando amplias provisiones de liquidez con tipos de interés oficiales muy bajos. Estas medidas tocaron fondo en 2011. Desde mediados del año pasado, los tipos de interés reales negativos de las economías avanzadas (de aproximadamente -2 puntos porcentuales) empezaron a subir, al igual que lo hicieron los tipos positivos pero muy bajos (aproximadamente 1 punto porcentual) en los mercados emergentes (ver Gráfico 4).

**Chart 4: Real short-term interest rates**

(Short-term rates adjusted for inflation, percentage points)

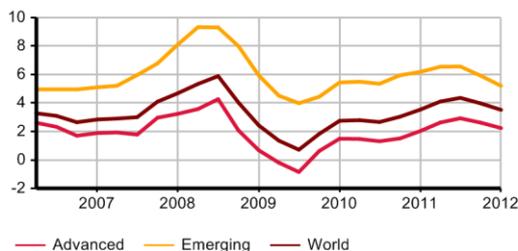


Source: IHS Global Insight

No obstante, en el caso de la política monetaria, al contrario que en política fiscal, los gobiernos no tomaron ninguna medida específica subyacente: la postura de la política monetaria, en particular en las economías avanzadas, ha permanecido igual de inauditamente flexible que antes. El factor detrás de los cada vez más altos tipos de interés reales es la inflación, que ha ido bajando desde mediados de 2011 (ver Gráfico 5).

**Chart 5: Consumer price inflation**

(Annual percentage change)



Source: IHS Global Insight

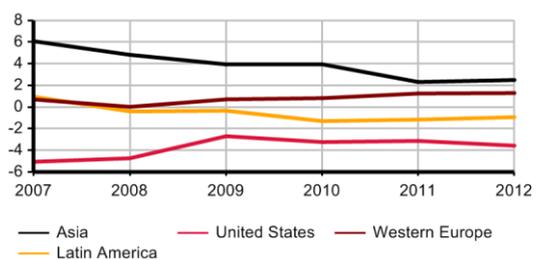
## Parada en seco del reequilibrio de la balanza mundial

En nuestro último informe de Perspectivas Económicas<sup>3</sup> hablamos sobre la existencia de una tendencia favorable hacia la reducción de los grandes desequilibrios existentes entre las economías emergentes y las avanzadas. Estos desequilibrios, traducidos en un importante excedente de liquidez distribuido de manera desigual, parecen haber contribuido al colapso financiero de 2008/09.<sup>4</sup> Esta tendencia de reequilibrio en la balanza mundial, junto a la desaceleración global, frenaron en seco en 2011.

El dólar estadounidense ha dejado de depreciarse, si bien las dimensiones del déficit por cuenta corriente de Estados Unidos sugieren que debería seguir haciéndolo (ver Gráfico 6).<sup>5</sup>

**Chart 6: Current account balance**

(Balance as percentage of GDP)



Source: IHS Global Insight

Simultáneamente, los superávits por cuenta corriente europeos sugerirían una apreciación

<sup>3</sup> Perspectivas Económicas, septiembre de 2011, p. 6-7.

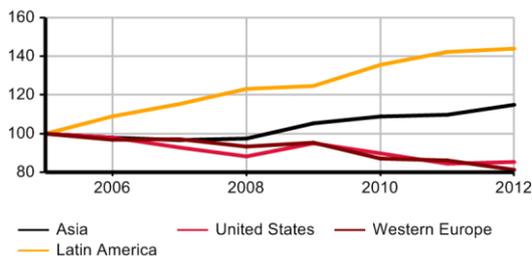
<sup>4</sup> Algunos países emergentes, como China, estaban acumulando liquidez manteniendo a la vez importantes superávits por cuenta corriente con monedas infravaloradas. El exceso de liquidez mundial resultante encontró una salida en activos de riesgo cada vez mayor, como las hipotecas *subprime* en Estados Unidos, hasta que todo se derrumbó.

<sup>5</sup> Según las mediciones del tipo de cambio efectivo real, que representa una media ponderada comercial de los tipos de cambio bilaterales corrigiendo las diferencias de inflación.

del euro, si bien percibimos lo contrario<sup>6</sup>. Las monedas en Asia están apreciándose, tal y como deberían, a la luz de sus superávits de cuenta corriente. La apreciación de las monedas de Latinoamérica a la que hemos asistido en los últimos años también ha mostrado signos de estabilización en 2011 (ver Gráfico 7).

**Chart 7: Real Effective Exchange Rates**

(Index, 2005 = 100)



Source: IHS Global Insight

En general, el reequilibrio de las balanzas no ha perdurado, dependiendo la reactivación del proceso en gran medida de la evolución de la situación en Europa.<sup>7</sup> A la vez, el riesgo de crisis en la balanza de pagos por el exceso de liquidez derivado de una política monetaria relajada ha aminorado. La entrada de flujos de capital en economías emergentes siguió creciendo en 2011: en 100.000 millones de dólares, hasta alcanzar la cifra prevista de 590.000 millones de dólares. No obstante, estos flujos vienen fundamentalmente en forma de inversión extranjera directa a largo plazo en lugar de en forma de flujos de cartera más a corto plazo –y más volátiles. Asimismo, la cifra de flujos de cartera en 2011 fue incluso más baja en términos absolutos que la de 2010: 115.000 millones de dólares frente a 200.000 millones de dólares. A pesar de que el panorama general es positivo, los flujos de

<sup>6</sup> Tras la escalada de la crisis en la zona euro, que se describe en mayor detalle a continuación, el euro se depreció frente al dólar a medida que los inversores buscaron un paraíso seguro y los bancos estadounidenses empezaron a repatriar fondos lejos de los bancos de la agitada zona euro.

<sup>7</sup> A medida que la situación en la zona euro se estabiliza, la presión bajista del euro frente al dólar desaparecerá, mientras que el aumento de la demanda en 2013 supondrá un apoyo adicional.

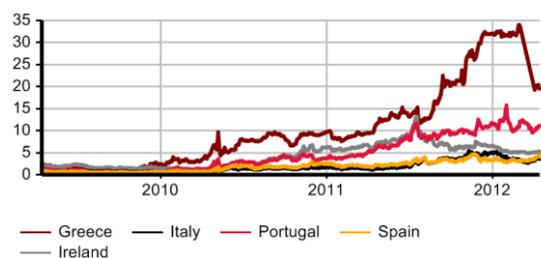
capital procedentes de Europa descendieron notablemente a partir de la segunda mitad de 2011 a causa de la incipiente crisis: algunos datos preliminares incluso sugieren una reversión de los flujos, de nuevo exceptuando la inversión extranjera directa.<sup>8</sup>

### Crisis en la zona euro – un reto mundial

A partir de julio de 2011, la crisis de la zona euro se ha acentuado con fuerza. El anuncio de que los acreedores del sector privado iban a sufrir recortes en los importes nominales a condonar, como parte del segundo paquete de rescate griego, cambió el terreno de juego. La prima de riesgo griega se disparó, arrastrando consigo a la prima portuguesa, irlandesa e incluso española e italiana hasta niveles demasiado altos.

**Chart 8: Bond spreads within the Eurozone**

(10-year bond yields over the German bund, percentage points)



Source: IHS Global Insight

Hasta julio, los titulares de deuda privada pensaban que toda la deuda emitida por cualquier país de la UEM estaba cubierta por una garantía implícita de la zona euro. Con la pérdida de esa confianza, el contagio del rendimiento de los bonos empezó a afectar a algunos de los países centrales de la zona euro como Bélgica y Francia (ver Gráfico 9).

Según se describe en nuestra publicación 'Sticking Together',<sup>9</sup> los políticos tardaron en ser conscientes del impacto de sus medidas y de la necesidad de actuar. Mientras tanto, el Banco Central Europeo (BCE) y otros bancos

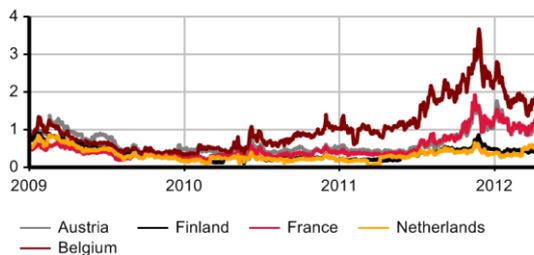
<sup>8</sup> Ver IIF (2012), 'Capital Flows to Emerging Markets', Research Note, enero.

<sup>9</sup> Ver nuestro informe 'Sticking Together – The future of the Eurozone', enero.

centrales intervinieron para aliviar las presiones inmediatas. En agosto de 2011, el BCE amplió su Programa de Mercado de Valores para comprar bonos españoles e italianos. Y más tarde, en noviembre, a medida que las tensiones aumentaban, anunció medidas en tándem con otros bancos centrales para ofrecer a la zona euro financiación en dólares estadounidenses. Cuando el G20 expresó su preocupación por el efecto contagio de la crisis de deuda en la economía mundial, e incluso los políticos empezaron a hablar de desmembramiento de la zona euro, las cosas empezaron a moverse en los círculos políticos.

**Chart 9: Bond spreads within the Eurozone**

(10-year bond yields over the German Bund, percentage points)



Source: IHS Global Insight

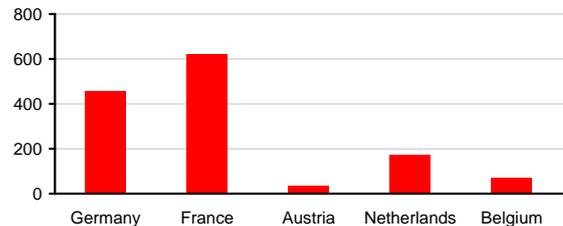
A principios de diciembre, los países de la zona euro llegaron a un acuerdo para mejorar la gobernabilidad fiscal: se anunció que el recorte del sector privado griego había sido un incidente “aislado”. Tras estos acontecimientos, el BCE pasó a ofrecer financiación a tres años a los bancos por valor de 489.000 millones de euros a bajos tipos de interés (la denominada LTRO): una medida que se repitió en febrero de 2012 por un importe algo más alto. Estas medidas resultaron ser lo suficientemente decisivas para tranquilizar a los mercados. Mientras que los mercados de deuda se cerraron efectivamente a finales de otoño de 2011, España e Italia recuperaron su capacidad para emitir deuda a tipos mucho más bajos a medida que los bancos empezaron a comprar deuda soberana en enero de 2012. Además, en marzo Grecia llevó a cabo el swap de deuda soberana más importante de la historia, cancelando 100.000 millones de euros de su deuda. Las perspectivas de un desmembramiento de la zona euro se disiparon en cierta medida, pero la crisis está lejos de

resolverse: lo único que ha hecho el BCE ha sido ganar tiempo para que los políticos lo hagan.

La crisis no es solo una crisis de deuda soberana. El problema es que el sector bancario de la zona euro está altamente integrado. Los gráficos a continuación muestran el alcance de esta integración. En ellos vemos cómo los bancos franceses y alemanes se encuentran muy expuestos a los países del sur de la zona euro que están pasando dificultades (ver Gráfico 10). En general, los bancos de la zona euro se prestan mucho entre sí, por lo que los bancos holandeses y belgas también tienen una alta exposición interbancaria a lo que pueda pasar en el sur de la zona euro.

**Chart 10: Exposure on Eurozone periphery**

(Total exposure by banks in USD billions)

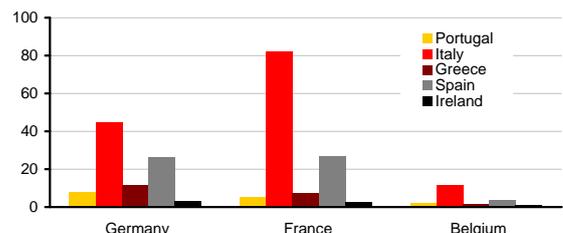


Source: BIS

Así pues, no se trata únicamente de un problema de deuda soberana, a pesar de que sus importes son considerables –en particular por lo que respecta a la deuda italiana y española, donde los bancos franceses y alemanes están muy expuestos a la deuda soberana (ver Gráfico 11).

**Chart 11: Exposure on Eurozone periphery**

(Total exposure by banks in USD billions)



Source: BIS

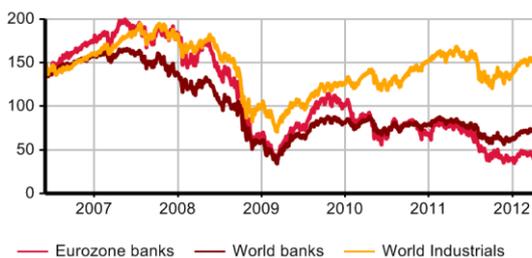
Además de esta profunda integración financiera, el sector bancario de la zona euro

aun está recuperándose de los duros golpes recibidos durante la crisis crediticia de 2008/09: en aquella ocasión varios bancos europeos tuvieron que ser rescatados por el Estado. En este sentido, nos encontramos ante un sistema bancario muy integrado, en malas condiciones de salud y que se enfrenta a un impacto importante: ese es el problema al que nos enfrentamos.

En este contexto, no debe sorprendernos que la crisis de deuda de la zona euro dejara secuelas en todo el sistema financiero de la zona euro y, a través de otros vínculos internacionales, en todo el sistema financiero mundial. Los bancos no fueron los únicos que recibieron un duro golpe en 2011: los mercados mundiales de valores y de deuda también tuvieron que asumir niveles de riesgo significativamente más altos (ver Gráfico 12).

**Chart 12: Bank share prices**

(MSCI share index: base 1998 = 100)



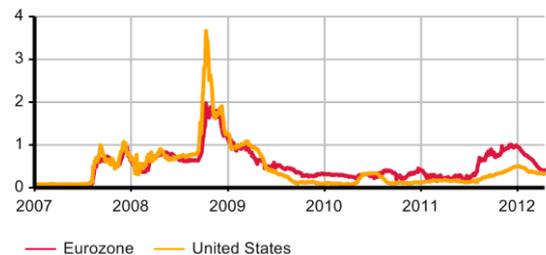
Source: IHS Global Insight

Este mayor nivel de aversión al riesgo también se tradujo en una volatilidad pico del mercado y en precios más altos de los CDS de la deuda de las empresas. Era previsible que antes o después esto trascendiera a la actividad económica real y afectara al patrimonio y a la confianza, confirmando así las preocupaciones del G20 a que nos referíamos más arriba. En particular, los problemas en el sector bancario de la zona euro provocaron una sequía de financiación interbancaria durante la segunda mitad de 2011. Cuando la confianza interbancaria es normal, y la transmisión monetaria funciona sin fricciones, los bancos se prestan directamente entre sí sin ningún problema. La interrupción de esta transmisión se tradujo en unos tipos de financiación interbancaria cada vez más altos en la zona

euro, rondando niveles jamás vistos desde la crisis de Lehman en 2008 (ver Gráfico 13).

**Chart 13: Tension in interbank markets**

(Interbank rates minus overnight rate swaps, percentage points)

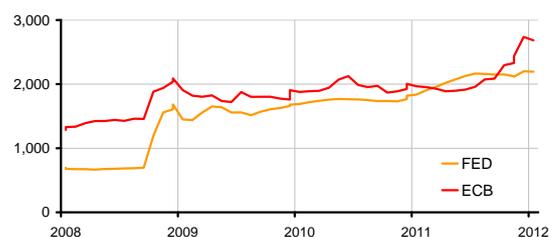


Source: IHS Global Insight

Esto afectó directamente a la oferta de crédito. Además, vimos, y seguimos viendo, cómo el BCE se utilizó para acumular depósitos. A finales de febrero de 2012, el sistema bancario había depositado un importe por valor de 500.000 millones de euros en el BCE. Los efectos de las importantes operaciones de liquidez llevadas a cabo por el BCE se traducen en un balance engrosado, rondando niveles de hasta los 2,7 billones de euros: por encima de la FED (Gráfico 14).

**Chart 14: Central Bank balance sheets**

(In euro billion)



Sources: Federal Reserve Bank, ECB

En este punto cabe destacar que, incluso con el alivio que supuso la LTRO del BCE, la crisis bancaria aún no se ha resuelto. El propio balance engrosado indica su debilidad. Para que el estrés bancario remita es necesario recuperar la confianza mutua, con la ayuda de medidas creíbles a largo plazo que aborden el problema de la crisis de deuda de la zona euro que permitan reducir la incertidumbre. Pero esto por sí solo no basta: los bancos tienen que

fortalecer sus resultados <sup>10</sup> y su rentabilidad, y este proceso lleva tiempo. Hasta que esto suceda, las condiciones de préstamo se endurecerán y se restringirá la financiación transfronteriza. Por esta vía, el crecimiento seguirá siendo limitado en la zona euro, y también en las economías emergentes. <sup>11</sup>

### Riesgo geopolítico: la amenaza del precio del petróleo

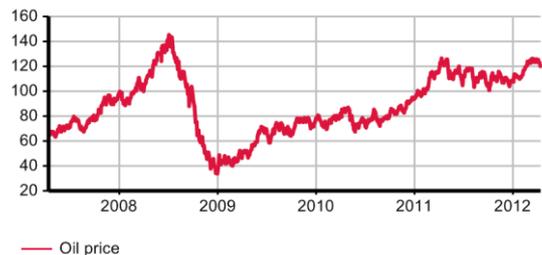
Si bien la crisis de la zona euro definitivamente supone el principal elemento de riesgo para la evolución económica en 2012 y más allá, no es el único reto importante al que nos enfrentamos. Un viejo conocido vuelve a llamar a nuestra puerta: la incertidumbre en torno a los precios de las materias primas, en particular por lo que respecta al petróleo. Los últimos datos sobre la evolución del precio del petróleo están estrechamente relacionados con los disturbios de la región de Oriente Medio y África del Norte (MENA), que ahora se desarrollan bajo la amenaza del programa nuclear iraní.

Si bien el precio de las materias primas distintas del petróleo no es preocupante, la situación del mercado energético está adquiriendo un cariz crítico. En el caso del petróleo, se están dando factores parecidos a los existentes en otros mercados de materias primas: un aumento de la demanda estructural por parte de las economías emergentes e incertidumbres en el lado del suministro. Estos factores tienen su raíz en los disturbios que Oriente Medio está viviendo desde enero de 2011. Desde entonces, los precios del petróleo han subido, aunque puede decirse que los precios ya habían empezado a subir a finales de 2010. En cualquier caso, al contrario que en el precio de las materias primas distintas del petróleo, no hemos visto ningún descenso del precio del petróleo en todo 2011. Así, en 2010

rondó los 110 USD por barril 2011, y recientemente ha superado los 125 USD por barril (ver Gráfico 15).

**Chart 15: Oil price**

(Brent crude oil, spot price in USD per barrel)



Source: IHS Global Insight

Esta evolución refleja una serie de factores de suministro que tienen mucho que ver con los disturbios en los países MENA. Mientras Irán sigue desarrollando sus ambiciones nucleares en contra de la voluntad del resto del mundo, y las sanciones empiezan a hacerse sentir, la producción de petróleo está bajando a un ritmo de aproximadamente 550.000 barriles al día. Este problema del suministro incluye la pérdida de otros 700.000 barriles al día debido a una serie de problemas en curso: el sur de Sudán corta el suministro por un conflicto con un oleoducto; Siria por embargos; Yemen por una huelga; y las interrupciones en la producción habitual del Mar del Norte por la reparación de plataformas. Queda por ver hasta qué punto el aumento de la producción en 100.000 barriles por día de Irak y el anuncio de Arabia Saudí de impulsar su producción bastarán para contrarrestar estas pérdidas.

Con una capacidad de producción complementaria declarada de entre 1,7 millones y 2,5 millones de barriles diarios según la OPEP, los mercados están empezando a endurecerse, incluso a pesar de que los problemas de suministro citados más arriba se consideran, al menos en parte, temporales y se ven compensados por los anuncios de incremento de la producción de Irak y Arabia Saudí. La consecuencia, entonces, es un importante riesgo al alza en los precios del petróleo. Un aumento significativo del precio del petróleo, hasta niveles de 150 USD por barril, sumado a los males ya

<sup>10</sup> De conformidad con una normativa de la Autoridad Bancaria Europea, el capital bancario debe estar al 9% a 1 de julio de 2012.

<sup>11</sup> Hay indicios de que se está endureciendo la financiación bancaria hacia la Europa emergente en particular. Ver por ejemplo 'Capital Flows to Emerging Markets', IIF Research Note, enero de 2012.

existentes de la zona euro, es precisamente lo que la economía mundial no puede permitirse en estos momentos. Hasta ahora, sin embargo, estamos trabajando sobre la hipótesis de que el precio del petróleo se mantendrá alto, pero no subirá más.

### Un crecimiento mundial más lento

Ya nos hemos referido a las preocupaciones del G20 por la crisis de la zona euro. De hecho, los países fuera de la zona euro hacen bien en preocuparse, ya que cabe esperar que la crisis, y no digamos un desmembramiento de la zona euro<sup>12</sup>, afecte a la economía mundial por tres vías. En primer lugar, la demanda en la zona euro se deprimirá a medida que la confianza caiga en picado, los gobiernos recorten gastos y los bancos restrinjan el crédito, lo que afectará negativamente a las exportaciones hacia la zona euro. En segundo lugar, con una banca más restringida, se reducirán los flujos financieros destinados a las economías emergentes, como ya se ha mencionado. En tercer lugar, también se verán afectados otros flujos financieros destinados a las economías emergentes, a medida que aumenta la aversión al riesgo de los inversores o, al menos, a medida que aumentan los riesgos que los inversores asumen.

Si bien a principios de 2012, gracias a la inyección de liquidez del BCE, los mercados financieros lograron solucionar el problema, al menos temporalmente, en ningún caso puede decirse que no haya tenido consecuencias. Las previsiones de la dinámica de crecimiento para la zona euro desde agosto del año pasado (ver Gráfico 16) no ofrecen ninguna duda al respecto.

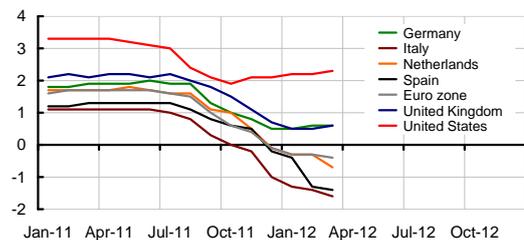
Las revisiones mensuales de las previsiones de crecimiento para 2012 han caído en barrena desde mediados de 2011, especialmente para la zona euro. Estas revisiones no han mostrado signos de estabilización hasta principios de 2012. Incluso a pesar de que la tendencia de las revisiones a la baja de las previsiones de crecimiento ha cesado, las expectativas de

<sup>12</sup> Aún no prevemos este desmembramiento. Ver nuestro informe 'Sticking Together' citado en la nota al pie 9 más arriba.

crecimiento son mucho menores que cuando publicamos nuestro último informe de Perspectivas Económicas en septiembre del año pasado. Esto pone de manifiesto el alcance de las consecuencias sufridas.

**Chart 16: GDP growth forecasts 2012**

(Monthly forecast revisions since January 2011, percent)



Source: Consensus Forecast

El panorama de la previsión mundial sobre las condiciones económicas reales es moderado, pasando de un crecimiento del 2,9% en 2011 al 2,6% en 2012, pero sigue siendo positivo, previéndose alcanzar el 3,2% en 2013. Además, vemos de nuevo indicios de divergencia (ver Tabla 1).

En primer lugar, dentro del clúster de las economías avanzadas, se prevé que la zona euro se contraiga un 0,4% este año, mientras que se espera que Estados Unidos arroje una tasa de crecimiento razonable del 2,4%.

**Tabla 1: Crecimiento del PIB real – Principales regiones**

	2009	2010	2011	2012f	2013f
Europa Occidental	-4,2	1,9	1,5	-0,2	1,1
Estados Unidos	-2,4	2,9	1,7	2,3	2,6
Zona euro	-4,0	1,8	1,5	-0,4	0,9
Asia Pacífico	1,5	7,0	4,4	4,9	5,1
Latinoamérica	-2,3	6,3	4,2	3,6	4,0
Total	-2,1	4,3	2,9	2,6	3,2

Fuente: Previsiones de Consenso (marzo de 2012)

En segundo lugar, las economías emergentes crecerán un 4,0%, mientras las economías avanzadas prácticamente se estancan: un fenómeno que invierte la tendencia de convergencia vista en 2011. Los riesgos de estas perspectivas son altos y estas previsiones solo se mantienen sobre el

supuesto de una remisión gradual de la crisis en la zona euro y un control constante de los precios de las materias primas.

Dadas las perspectivas económicas actuales, preveamos que el comercio mundial siga lentizándose y crezca un 2% en 2012. Si bien se prevé que la tasa de crecimiento siga siendo

positiva, es débil en términos históricos. Esta moderación prevista en el crecimiento del comercio mundial afecta a los mercados avanzados y emergentes, pero en distinta medida: la importancia del comercio en relación con el crecimiento económico no es uniforme en todas las regiones, como veremos en el Capítulo 3.

## Capítulo 2

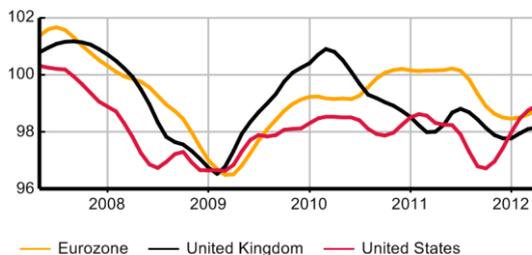
### Perspectivas y riesgos en las economías avanzadas

#### Los males de la zona euro pesan sobre los mercados avanzados

los consumidores en ese país ha alcanzado su nivel más alto desde 2008 (ver Gráfico 17).

**Chart 17: Consumer climate indicators**

(Index 100 = Neutral)

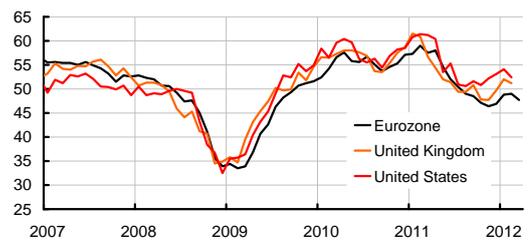


Source: IHS Global Insight; OECD

Desde que las cifras de crecimiento del PIB real empezaron a deteriorarse en el conjunto de los mercados europeos en la segunda mitad del año pasado, un clima apagado, por no decir sombrío, se cierne sobre las economías avanzadas. Sin embargo, a principios de 2012 ese clima, por lo que respecta a la confianza de los consumidores, se iluminó en cierta medida, aunque sigue estando deprimido en la zona euro y el Reino Unido. En consonancia con las perspectivas de crecimiento más propicias previstas para Estados Unidos, la confianza de

**Chart 18: PMI Indices**

(Index units, 50 = No change)



Source: Bloomberg

Lo mismo aplica a la confianza de las empresas. Si bien se ha detenido la brusca caída de la confianza de las empresas que vivimos el año pasado, ha seguido evolucionando débilmente en los últimos meses (ver Gráfico 18). El índice compuesto de la producción (PMI) de la zona euro era de 48,8 en enero, lo que sugería una contracción del PIB. En Estados Unidos, el índice ha permanecido por encima de 50, indicando un impulso positivo para el sector de manufacturas. Esta tendencia de los indicadores de la confianza sostienen las

expectativas de un rendimiento de las empresas divergente entre Europa y Estados Unidos.

De conformidad con estos indicadores, pre vemos una brusca ralentización en el conjunto de las economías europeas en 2012. Asimismo, pre vemos una baja tasa de crecimiento para el Reino Unido en 2012, con una desaceleración del crecimiento del PIB real de otro 0,6% (ver Tabla 2). En cambio, se prevé que Estados Unidos tenga un mejor comportamiento en términos de crecimiento económico este año, y, con un 2,3%, puede incluso conseguir una ligera aceleración de su actividad frente a 2011.

**Tabla 2: Crecimiento del PIB real – Principales mercados**

	2009	2010	2011	2012f	2013f
Francia	-2,6	1,4	1,7	0,2	0,9
Alemania	-5,1	3,6	3,0	0,6	1,5
Italia	-5,1	1,4	0,5	-1,6	0,1
Países Bajos	-3,5	1,6	1,3	-0,7	1,2
España	-3,7	-0,1	0,7	-1,4	0,1
Reino Unido	-4,4	2,1	0,8	0,6	1,8
Estados Unidos	-3,5	3,0	1,7	2,3	2,6

Fuente: Previsiones de Consenso (marzo de 2012)

Actualmente se prevé un crecimiento negativo para Europa Occidental. La tasa de contracción se acentúa especialmente en la zona euro, impulsada por la grave recesión de los países del sur. No obstante, el crecimiento ralentizado afecta a todos los países europeos. Así, Alemania está viviendo una drástica reducción de su crecimiento, pasando del 3,0% en 2011 al 0,6% en 2012. Ampliando el horizonte de estas previsiones, podemos prever que el crecimiento se mantendrá bastante por debajo de su potencial en el conjunto de las economías avanzadas en 2013.

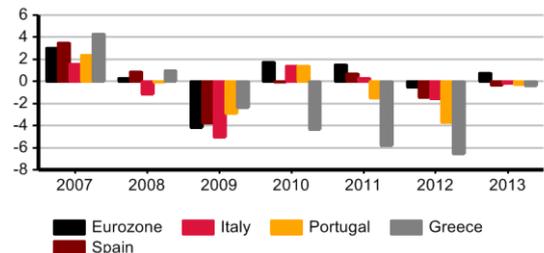
**Zona euro: cuidado con la brecha**

Algunas partes de la zona euro parecen estar destinadas a vivir una década perdida. Las previsiones de crecimiento del PIB se sitúan bastante por debajo de los niveles de 2011, con una contracción prevista en casi todos los

mercados periféricos de la zona euro en 2012 (ver Gráfico 19).

**Chart 19: Real GDP growth - Eurozone**

(Annual percentage change: forecast for 2012 and 2013)

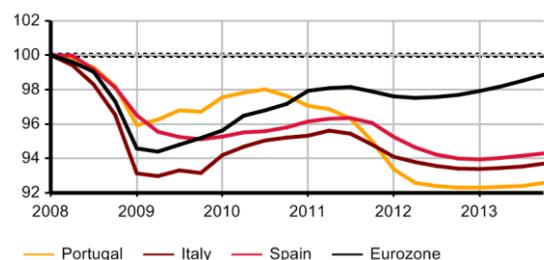


Sources: IHS Global Insight; OECD

Esta caída en picado del ciclo de actividad es consecuencia de la débil recuperación tras la recesión de 2008/09, que se ha sumado al déficit de producción existente o brecha<sup>13</sup>. En general no se prevé que la zona euro recupere los niveles de PIB que tenía antes de la crisis hasta después de 2013 (ver Gráfico 20). Algunos mercados, como Italia y Portugal, tardarán cerca de una década en lograrlo, y siempre dando por hecho que sus economías crecerán a un ritmo razonable a partir de 2013: de lo contrario, podrían tardar aún más.

**Chart 20: Real GDP - Eurozone**

(Level index, 2008Q1 = 100: forecast for 2012 and 2013)



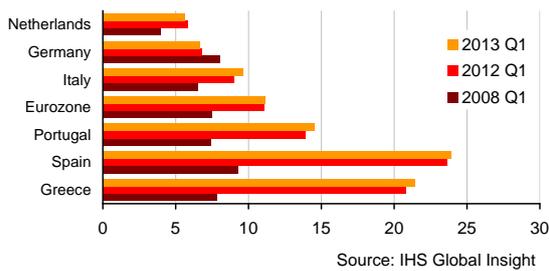
Sources: IHS Global Insight; OECD

La capacidad no utilizada de estos mercados ha dado lugar a altas tasas de desempleo, estando previsto que la tasa de desempleo en la zona euro ascienda aun más en 2012 a medida que la economía se contraiga. No

<sup>13</sup> Esta brecha se define aquí como la diferencia entre el nivel actual de producción y el nivel registrado en el último pico a principios de 2008.

obstante, seguirá una senda decreciente en 2013 con la recuperación prevista del crecimiento económico (ver Gráfico 21).

**Chart 21: Unemployment rates**  
(Percentage points)

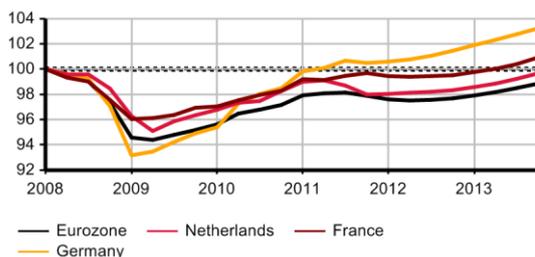


Los niveles de desempleo que actualmente viven la mayoría de los países miembro son los más altos desde la introducción del euro. La tasa de desempleo española es actualmente la más alta: situada en un 23% frente al 9% en 2008.<sup>14</sup>

Sin embargo, no todo es fatalidad y pesimismo en la zona euro. La economía alemana, impulsada por el comercio, ha demostrado una resistencia sorprendente en el clima actual y se prevé que alcance un crecimiento del 0,6% en 2012 para recuperar una tendencia de crecimiento en 2013.

**Chart 22: Real GDP - Eurozone**

(Level index, 2008Q1 = 100; forecast for 2012 and 2013)



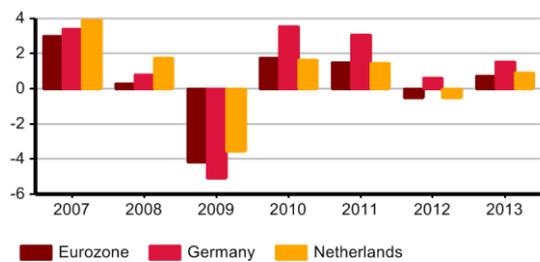
De hecho, a principios de 2011 Alemania ya había crecido por encima de sus niveles de antes de la crisis (ver Gráfico 22) y su tasa de desempleo también mantiene su tendencia a la

<sup>14</sup> Esta cifra agregada enmascara el alto nivel de desempleo juvenil, que ronda el 50%.

baja. A medida que el trabajo se convierte en un bien cada vez más escaso, las empresas afrontan mayores dificultades para encontrar el tipo de personal adecuado, lo que supone una presión al alza sobre los salarios. Sin embargo, Alemania conserva su posición altamente competitiva gracias a sus fuertes vínculos de exportación con países de fuera de la UE, como China. El buen comportamiento de Alemania también beneficia a otros países de la zona euro mediante su demanda más estable de importaciones intermediarias.

**Chart 23: Real GDP growth - Eurozone**

(Annual percentage change; forecast for 2012 and 2013)



Partiendo del supuesto de que la crisis de deuda va estando gradualmente bajo control, se prevé que la zona euro asista a una mejora de las condiciones económicas en la segunda mitad de 2012, ganando mayor impulso en 2013 (ver Gráfico 23). Esta recuperación prevista reducirá gradualmente las tasas de desempleo. Una recuperación del crecimiento económico también debe implicar una reducción de la presión sobre los gobiernos particulares, a medida que su posición financiera va mejorando. Este crecimiento también debería ayudar a los bancos mediante una reducción de los préstamos incobrables y el apoyo a los precios de los activos, lo que les permitirá mejorar sus posiciones de capital generales.

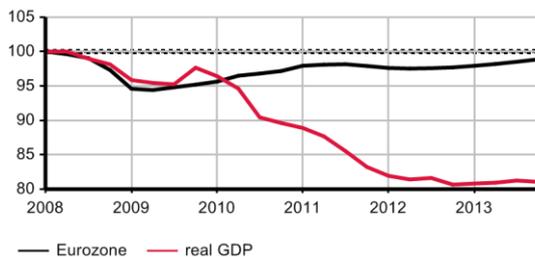
### Consolidación fiscal en la zona euro

A pesar de la recuperación actualmente prevista para 2013, la zona euro deberá hacer frente a retos importantes en los próximos años. La economía griega es el país de la zona euro que peor comportamiento ha demostrado.

Actualmente se encuentra en su cuarto año de profunda contracción y mantiene una pérdida agravada del PIB del 17% prevista para 2012 (ver Gráfico 24). El desempleo ha aumentado vertiginosamente en los últimos años y se espera que alcance el 23% en 2013, por delante de España. La adopción de duras medidas de austeridad añadirá presión a la economía. Las reducciones salariales, los despidos de funcionarios y las subidas de impuestos constituyen factores que, según nuestras previsiones, se sumarán a la recesión a corto plazo.

**Chart 24: Real GDP - Greece**

(Level index, 2008Q1 = 100; forecasts for 2012 and 2013)



Sources: IHS Global Insight; OECD

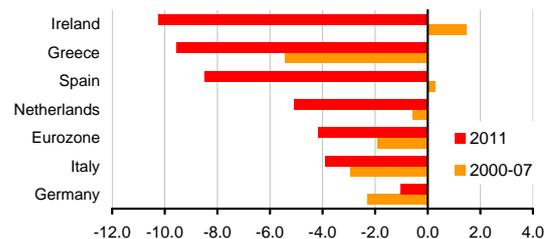
Pero Grecia no es el único país que tiene la consolidación fiscal como punto prioritario en su agenda. Prácticamente todos los gobiernos europeos tienen previsto implantar medidas para reducir el déficit fiscal y contener sus niveles de deuda. La consolidación fiscal domina la escena, lastrando el crecimiento económico. La reducción del gasto público se irá sintiendo directamente a medida que vaya cayendo la demanda de bienes y servicios: y las subidas de impuestos tendrán un efecto negativo en la confianza de los consumidores y en el consumo en general.

Los grandes déficits fiscales públicos son consecuencia de la crisis financiera de 2008/09 y de su consiguiente débil recuperación. Los gobiernos han invertido cantidades ingentes en el rescate de bancos moribundos, lo que ha incrementado el déficit de países con un sector financiero relativamente grande en comparación con las dimensiones de su economía (como Irlanda y los Países Bajos). Además, durante las recesiones económicas los gobiernos incrementan automáticamente el

gasto público, a medida que aumentan las prestaciones sociales. En cuanto a los ingresos, los ingresos fiscales caen a medida que la población activa se contrae y los beneficios de las empresas descienden.

**Chart 25: Budget balance**

(Fiscal balance as percentage of GDP)

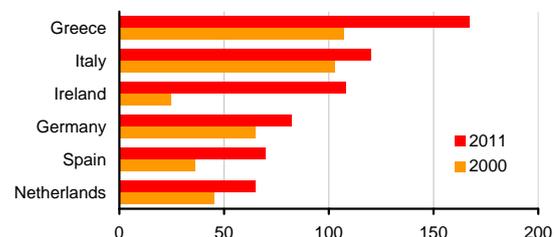


Source: IHS Global Insight

A veces se argumenta que el déficit fiscal actual es el resultado de una disciplina fiscal débil por parte de las naciones europeas, pero ciertamente eso no lo explica todo. Grecia es una excepción, que entre 2000 y 2007 tenía un déficit presupuestario promedio que superaba el 5% (ver Gráfico 25). Italia, e incluso Alemania, también presentaron posiciones fiscales relativamente deficientes entre los gobiernos europeos antes de la crisis de 2008/09: Italia registró un déficit promedio anual del 3% y Alemania de más del 2%. Los déficits fiscales alimentan el volumen de la deuda, y los varios años de déficits elevados han dado paso a importantes subidas en los niveles de deuda (ver Gráfico 26).

**Chart 26: Public debt levels**

(Government debt as percentage of GDP)



Source: IHS Global Insight

Las inquietudes sobre la sostenibilidad de estos niveles de deuda han hecho subir las primas de financiación sobre la deuda pública, y hasta ahora han llevado al rescate de Irlanda, Portugal y Grecia. Grecia es el primer país que

es objeto de una condonación explícita de su deuda pública. No obstante, incluso después de reducir su deuda en cerca de 100.000 millones de euros, la única forma de controlar sus niveles de deuda es recuperar el crecimiento económico sostenible.

### Condiciones de crédito cada vez más restrictivas

Dadas las condiciones del sector bancario descritas en el Capítulo 1, las condiciones de crédito en los mercados avanzados siguen siendo restrictivas, en particular en la zona euro. Esto se debe a una aversión al riesgo persistentemente alta y a elevados niveles de deuda, tanto en el sector privado como en el sector público. A la luz de esta incertidumbre continuada en torno a futuras cancelaciones de deuda, posiciones de capital débiles y riesgos relacionados con la deuda soberana, las últimas pruebas 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 se está restringiendo aún más en los últimos trimestres, lo que supone un lastre para la actividad económica real. Estos hechos limitan el crecimiento económico.

**Chart 27: Loan supply conditions**

(Net percentage balance of tightening versus easing conditions)



Source: IHS Global Insight; Fed, ECB

En consonancia con las turbulencias soberanas en curso en la periferia, las condiciones de los préstamos en la eurozona (Gráfico 27) han acelerado su ritmo de endurecimiento durante el segundo semestre de 2011. Además, la nueva regulación Basilea III exige a los bancos que aumenten su ratio de capital a un ratio Tier 1 del 9%. Dado que las actuales condiciones

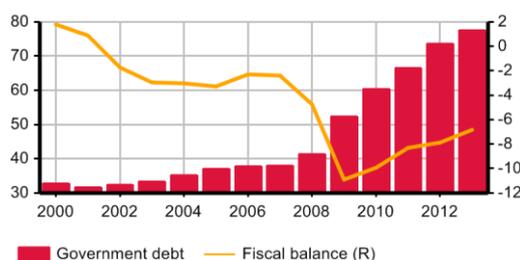
del mercado dificultan la obtención de financiación procedente de los mercados de capital internacionales, los bancos están recurriendo cada vez más a otras formas de mejorar sus resultados: entre las que se incluye vender partes de sus negocios o reducir su exposición al riesgo recortando el crédito. Dada la incertidumbre que inspira el futuro de la evolución económica, se prevé que el endurecimiento en el suministro del crédito persista. Esto resulta especialmente problemático para las pequeñas y medianas empresas, que a menudo dependen de la financiación bancaria. Tanto la nueva inversión como la refinanciación de préstamos existentes se verán negativamente afectadas.

### Reino Unido: un crecimiento modesto

Fuera de la zona euro, el Reino Unido lucha por mantener el crecimiento de su economía y soportar el deterioro de las perspectivas para Europa continental. Su crecimiento económico se ralentizó en el segundo semestre de 2011 con la caída de las exportaciones y la pérdida de la confianza de los consumidores. En 2012 se prevé que el crecimiento siga siendo modesto, pero positivo, para seguir aumentando en 2013. Si bien el gobierno ha introducido un duro programa de austeridad, sus finanzas siguen siendo deficientes. Según las previsiones, el déficit presupuestario rozará el 8% en 2012 y la deuda pública superará el 70% (ver Gráfico 28).

**Chart 28: Public debt and budget balance, UK**

(Government debt and budget balance in percent of GDP)

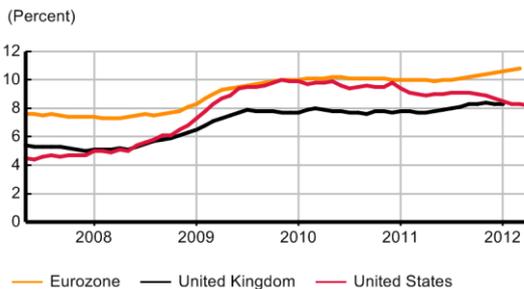


Source: IHS Global Insight

## Estados Unidos: por el buen camino

Mientras la economía de Estados Unidos sigue recuperándose, sus problemas fundamentales relativos a una posición fiscal en deterioro y al bloqueo político persisten. Con las elecciones presidenciales en noviembre de este año, no es probable que los Republicanos y Demócratas en Washington se comprometan a nada, paralizando así las medidas gubernamentales necesarias. La tasa de desempleo, que durante algún tiempo se resistía a bajar del 9%, finalmente está cayendo, situándose poco a poco por debajo de los índices habituales de la zona euro y el Reino Unido (ver Gráfico 29).

**Chart 29: Unemployment rates**



Source: IHS Global Insight

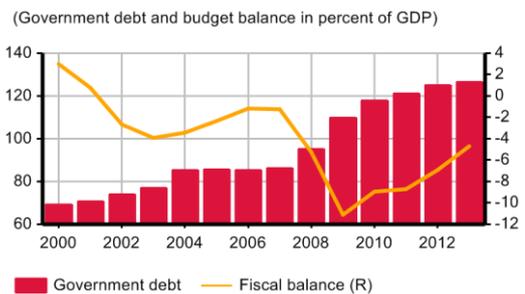
Se prevé que Estados Unidos arroje un mejor comportamiento en términos de crecimiento económico este año, pudiendo incluso acelerar ligeramente su actividad frente a 2011 situándose en un 2,3%.

Estas cifras siguen estando bastante por debajo del crecimiento promedio anual del 3,5% registrado en la década anterior a la crisis financiera de 2008/09, pero las previsiones positivas de crecimiento sugieren una desvinculación de los problemas de la zona euro, por lo menos de momento. El gasto de consumo constituye la principal aportación al crecimiento, con un 70% del PIB. Se prevé que la inversión también contribuya a este crecimiento, mientras que la caída del consumo público tiene un efecto negativo sobre el crecimiento económico.

Ante la negativa de los republicanos a subir los impuestos y la negativa de los demócratas a recortar los gastos, el déficit público se instaló

en niveles elevados en 2011. No cabe esperar un cambio de esta situación hasta después de las elecciones presidenciales, lo que deja un déficit presupuestario del 7% para 2012. La deuda pública se ha visto incrementada significativamente del 70% del PIB en 2000 a más del 120% en 2012 (ver Gráfico 30).

**Chart 30: Public debt and budget balance, US**



Source: IHS Global Insight

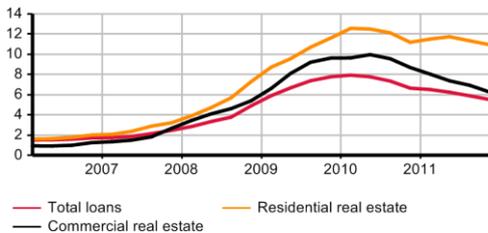
Este hecho ha avivado las preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda. No obstante, en tanto en cuanto el dólar estadounidense siga siendo la principal moneda de reserva mundial, la FED siga conteniendo las crisis que vayan surgiendo y los inversores sigan tratando los títulos del Tesoro de Estados Unidos como activos seguros, la deuda pública no se desbocará.

El considerable aumento del endeudamiento público en Estados Unidos, sin embargo, constituye un riesgo que puede tener un posible impacto en los futuros costes de financiación. El elevado déficit fiscal deberá corregirse, lo que, a su vez, puede poner en peligro el crecimiento de la inversión de las empresas y el consumo de los hogares. El mercado de la vivienda sigue estando sometido a una presión bajista que está haciéndose sentir en valores colaterales y en la capacidad de obtener créditos. La carga del servicio de la deuda que soporta el consumidor estadounidense sigue siendo alta, a pesar de que los tipos de interés están en niveles históricamente bajos.

Los índices de morosidad en los préstamos en Estados Unidos presentan una tendencia a la baja, si bien se mantienen en niveles elevados (ver Gráfico 31).

**Chart 31: Delinquency rates - United States**

(Loans and leases at the 100 largest commercial banks, percent)



Source: IHS Global Insight

El fuerte repunte de los precios de los valores desde finales del año pasado también ha tenido un efecto positivo en la resistencia de los bancos, lo que sugiere que la tensión inmediata en el canal crediticio se ha visto compensada en cierta medida. Una evolución más propicia de las calificaciones crediticias confirma este panorama. El balance neto de las calificaciones crediticias se relajó algo en el segundo semestre de 2011, si bien se produjo un nuevo endurecimiento en el primer trimestre de 2012 (ver Gráfico 27). Aun así, dada la última racha de duro tensionamiento, el acceso a la financiación bancaria se percibe como muy restrictivo. La debilidad de los valores de la vivienda como fuente de riqueza, no obstante, sigue añadiendo presión sobre la demanda interna: posiblemente limitando el ímpetu del cada vez más recuperado mercado de trabajo, según lo comentado anteriormente.

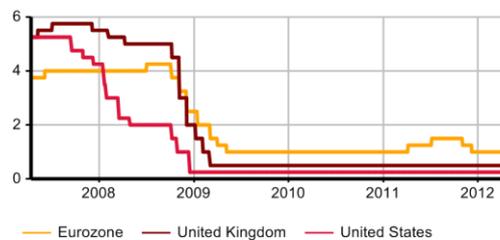
### Flexibilización monetaria generalizada

Los bancos centrales han respondido de manera agresiva al debilitamiento de la dinámica de las economías avanzadas desde la última crisis, intentando mantener a flote el sistema financiero ofreciendo una gran cantidad de liquidez a los bancos. El tipo de refinanciación aplicado por la Reserva Federal de Estados Unidos ha sido del 0,25% desde el 16 de diciembre de 2008, y se prevé que siga siendo bajo por lo menos dos años más (ver Gráfico 32). La FED ha anunciado que seguirá con su política monetaria expansionista y que está dispuesta a iniciar un nuevo programa de flexibilización cuantitativa si es necesario. El Banco de Inglaterra también aplica una política flexible similar y ha mantenido el tipo básico invariable en el 0,5% desde principios de 2009,

a pesar de que el índice de inflación se mantiene persistentemente alto. El BCE ha rebajado su tipo al 1,0%, dejando margen para más reducciones de los tipos de interés. Además de la financiación a corto plazo, los bancos centrales últimamente también han empezado a ofrecer préstamos a largo plazo a bancos a bajos tipos de interés, tales como la Operación de Refinanciación a Largo Plazo (LTRO) del BCE descrita en el Capítulo 1.

**Chart 32: Monetary policy rates**

(Percentage points)

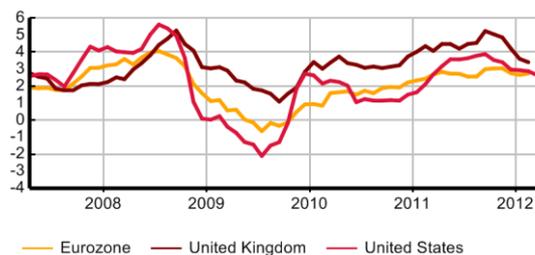


Source: IHS Global Insight

Estas intervenciones de los bancos centrales han desatado los temores de una futura inflación. Sin embargo, dadas las débiles condiciones de la demanda, se prevé que la inflación se mantenga en niveles bajos tanto en la zona euro como en Estados Unidos en 2012 y 2013. Más específicamente, según las previsiones, la inflación básica (es decir, la inflación que excluye los precios de los alimentos y de la energía) se instalará en niveles bajos dada la gran brecha productiva y los altos índices de desempleo existentes.

**Chart 33: Consumer price inflation**

(Annual percentage change)



Source: IHS Global Insight

La inflación general, no obstante, podrá subir de manera temporal en algunos mercados a

medida que los gobiernos suben el IVA. Los altos precios del petróleo también pueden contribuir al establecimiento de precios al consumo más elevados en productos derivados del petróleo y productos procedentes de sectores de alto consumo energético. Si bien la inflación en el Reino Unido ha permanecido alta desde 2010, se prevé que en 2012 baje al 2,7%.

La estrategia del Banco de Inglaterra de permitir una tasa de inflación por encima del objetivo ha afectado al tipo de cambio de la

libra esterlina, que cayó notablemente en 2008 y se ha instalado en niveles bajos desde entonces. El tipo de cambio EUR-USD se ha visto sometido a cierta presión desde el agravamiento de la crisis de deuda de la zona euro, aunque no en la medida que hubiera cabido esperar. Las condiciones económicas en deterioro, en combinación con el clima de bajos tipos de interés reinante en Estados Unidos, están llevando a los inversores a buscar mejores oportunidades de inversión en el extranjero.

## Capítulo 3

---

### Perspectivas y riesgos en las economías emergentes

#### Mercados emergentes: impulsores del crecimiento mundial

Tras una importante recuperación en 2010, el crecimiento del PIB en los países emergentes se moderó en cierta medida en 2011. Asia demostró el mayor impulso, con un crecimiento del 7,1% en términos reales<sup>15</sup>, seguida de Latinoamérica, con un crecimiento del 4,2%, y de Europa del Este, con un 4,7%. Las expectativas actuales apuntan a una mayor moderación en el crecimiento durante 2012, antes de volver a repuntar en 2013. Los llamados países "BRIC" han seguido un modelo similar, y se espera que mantengan un crecimiento robusto del 6,5% en 2012, que se acelerará en 2013.

---

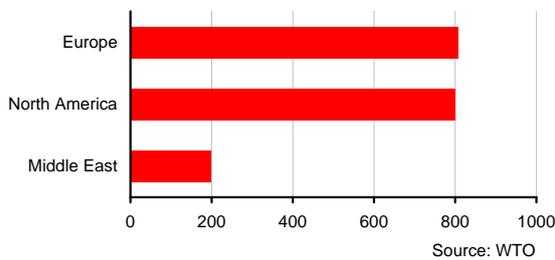
<sup>15</sup> Esta cifra de crecimiento se refiere a Asia, excluyendo Japón.

#### Asia: un motor del crecimiento mundial

Con un fuerte crecimiento y unas dimensiones económicas cada vez mayores, Asia ha sido el motor económico del mundo durante los últimos diez años -y es probable que siga siéndolo en los próximos años. No obstante, en 2012 se prevé una desaceleración significativa de su expansión económica, en particular en los países de la región que son más dependientes del comercio (China, Taiwán). Un tercio del comercio total entre regiones a escala mundial procede de Asia. El importante comercio interregional asiático también depende en gran medida de la demanda europea y estadounidense (ver Gráfico 34). En 2011 el importe de las exportaciones asiáticas destinadas a cada una de estas regiones ascendió a más de 800.000 millones de USD. Esto supone más del 70% del comercio total

fuera de Asia, lo que indica el grado de dependencia de estos dos mercados. La crisis de la zona euro se hará sentir en los países asiáticos mediante un debilitamiento de las exportaciones, aunque es probable que las mejores perspectivas de crecimiento de Estados Unidos y su robusto comercio interregional impidan una caída brusca de las exportaciones.

**Chart 34: Export destination from Asia**  
(Merchandise export in billion USD, 2010)



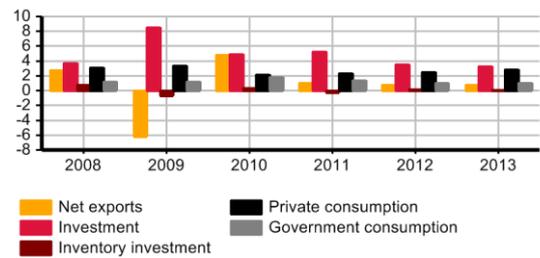
Además contar con conexiones comerciales cada vez más sólidas, el escenario financiero mundial está ahora más integrado que hace diez años. El crédito y las inversiones financieras transfronterizas están hoy mucho más al orden del día que antaño. Las vinculaciones financieras con la zona euro son especialmente importantes para los principales centros financieros de la región asiática, como Hong Kong y Singapur. En general, no obstante, dada la relativa solidez de sus fundamentos económicos, las autoridades tienen más margen para reactivar sus economías mediante políticas fiscales y monetarias.

## China

En 2011, el crecimiento económico en China sufrió una desaceleración gradual a medida que las estrictas políticas de crédito de años anteriores conseguían limitar el crecimiento del crédito y enfriar el mercado inmobiliario. El crecimiento económico se situó en un 9,2% en 2011, frente al 10,4% logrado en 2010 (ver Tabla 3). Se prevé que el crecimiento siga desacelerando – hasta llegar al 8,4% en 2012- para luego repuntar ligeramente hasta el 8,6% en 2013. El debilitamiento de la demanda de las exportaciones chinas y el descenso de las

inversiones están contribuyendo a esta desaceleración del crecimiento económico (ver Gráfico 35).

**Chart 35: Contributions to GDP growth, China**  
(Chain-weighted basis; forecast data edge 2010)



Los principales mercados de exportación de China son Estados Unidos, Hong Kong y Japón. Según se menciona en la introducción, la crisis en la zona euro afectará al comercio chino: la zona euro representa casi el 15% de las exportaciones totales de China, siendo Alemania el socio comercial europeo más importante de China. Es probable que la relativamente propicia evolución prevista para Alemania y Estados Unidos, sumada al incremento en el comercio intraasiático, amortigüe en cierta medida los efectos negativos.

**Tabla 3: Crecimiento del PIB real - Asia**

	2009	2010	2011	2012f	2013f
China	9,2	10,4	9,2	8,4	8,6
Hong Kong	-2,6	7,0	5,0	3,0	4,6
India	8,0	8,5	6,8	7,2	8,2
Indonesia	4,6	6,1	6,5	6,0	6,4
Singapur	-1,0	14,8	4,9	2,8	4,7
Taiwán	-1,8	10,7	4,0	3,0	4,6

Fuente: Previsiones de Consenso (marzo de 2012)

La subida de los sueldos y la constante creación de puestos de trabajo estimularán el consumo privado. La inversión del gasto público en educación, pensiones y sanidad (según se pone de manifiesto en el programa "una sociedad armoniosa") también favorecerá el consumo. Es importante para China que la economía recupere su equilibrio, ya que el paquete de medidas de estímulo de 2008/09 exacerbó los desequilibrios de la economía al

fomentar las inversiones. Actualmente las inversiones representan el 47% del PIB, pero en el futuro se prevé un mayor hincapié en el gasto en servicios sociales, dado que las autoridades están intentando moderar la cada vez mayor desigualdad social existente.

Al contrario que los mercados avanzados, las autoridades chinas sí tienen margen para implantar medidas de estímulo en la economía. El gobierno central tiene un déficit presupuestario menor, su deuda pública y externa es muy baja, y las reservas internacionales de China son enormes. Todo ello actúa a modo de colchón para el gobierno en caso de impactos externos o internos. Si bien China no es totalmente inmune a una demanda externa más débil, los principales riesgos de las perspectivas de crecimiento económico del país tienen que ver con el mercado interno. A pesar de que las autoridades han conseguido reducir el precio de los inmuebles, cada vez preocupa más que la sobrevaloración percibida pueda dar lugar a un brusco reajuste de los precios. Además, la inversión inmobiliaria ha sido uno de los principales motores del crecimiento económico en los últimos años y un brusco reajuste de los precios podría tener un impacto en toda la economía.

Los gobiernos locales y el sector bancario constituyen pasivos contingentes para el gobierno central y ambos han jugado un papel importante en los paquetes de estímulo. Los informes sobre los altos niveles de endeudamiento y la incertidumbre en torno a la calidad de las inversiones están suscitando inquietud sobre la salud financiera de los gobiernos locales. Por lo que respecta al sector bancario, la cuestionable calidad de los activos constituye un motivo de inquietud. La desaceleración de la economía ya ha llevado al banco central a relajar su política monetaria. En diciembre de 2011, el requisito de reserva de los bancos se redujo en 50 puntos básicos, lo que aumentará la liquidez del sector bancario.

La evolución de la situación política en Oriente Medio desde principios del año pasado ha puesto en alerta al gobierno chino sobre la posibilidad de que se produzcan hechos similares en su propio país. Si bien es cierto

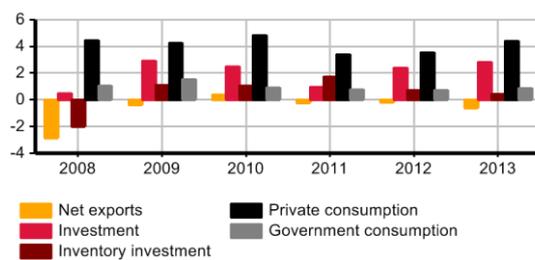
que existen similitudes entre China y los países de Oriente Medio, el principal aspecto que los diferencia es que el nivel de vida de muchos chinos ha mejorado con el paso de los años. Existen enormes diferencias de ingresos entre la población urbana y la población rural y de hecho se organizan protestas en el campo – pero no suponen una amenaza para la estabilidad nacional. Para evitar disturbios sociales, las prioridades del gobierno son combatir la inflación y estimular el crecimiento económico mediante la creación de empleo.

## India

La economía india demostró un fuerte crecimiento en 2011 –situándose en el 6,5%– que según las revisiones se reducirá al 6,0% en 2012 para volver a repuntar hasta el 6,4% en 2013. El crecimiento económico de este año se debe principalmente al impulso del consumo privado y la inversión (ver Gráfico 36). El consumo es clave, ya que representa el 60% de la producción total.

**Chart 36: Contributions to GDP growth, India**

(Chain-weighted basis; forecast data edge 2010)



Source: IHS Global Insight

La recesión en el crecimiento prevista para este año responde en parte a la alta inflación persistente y a la reciente restricción monetaria. El impacto de la recesión económica en Europa, a través del canal del comercio, se verá mitigado por el hecho de que India es una economía relativamente cerrada. En consonancia con su debilitado impulso económico, la confianza de los consumidores ha bajado y los precios de inmuebles y valores han caído. A pesar de ser uno de los mayores exportadores de arroz del mundo, el nivel de precios de India sigue siendo vulnerable a la subida de los precios de los alimentos y al alto

precio del petróleo: el suministro de alimentos está sujeto a cuellos de botella y a las condiciones climáticas, mientras que el petróleo debe importarse. Además, India sigue dependiendo de los mercados internacionales de capital para financiar su persistente déficit fiscal y por cuenta corriente. La última racha de aversión al riesgo, debida principalmente a la crisis de la zona euro, ya ha dado lugar a un menor influjo de capital y reservas de divisas. Según las previsiones, la alta inflación y una débil balanza de pagos añadirán presión al tipo de cambio dólar-rupia corriendo el riesgo de que la inflación siga subiendo.

Otro punto flaco de esta economía son sus niveles de endeudamiento interno. El alto endeudamiento interno, los altos sueldos de los funcionarios y las pensiones y una estrecha base fiscal pesan mucho en el presupuesto público. Además, el país sigue enfrentándose a importantes cambios estructurales, sobre todo debido a sus deficiencias en materia de infraestructuras. La burocracia superdesarrollada, la rígida legislación en materia laboral y la corrupción galopante constituyen obstáculos importantes para el crecimiento. Las reformas en estos ámbitos hasta ahora han sido decepcionantes y aún no se prevé ningún progreso inmediato.

Sin embargo, la capacidad de India para hacer frente a su deuda soberana (considerada como rango de inversión por las tres agencias de calificación más importantes) se ve respaldada por un crecimiento económico estructuralmente alto, una baja deuda extranjera y una reserva de divisas aun amplia. El componente de cuenta de crédito más sólido de India es su balanza de servicios: Se prevé que el éxito de las TIC y la externalización de los procesos comerciales perdure. Las nuevas rondas de recortes en Europa pueden incluso aumentar la demanda de externalización. A pesar de que sus ingresos medios per cápita son muy bajos, India cuenta con una clase media importante: actualmente se calcula que ronda los 170 millones de personas –y subiendo.

### **Hong Kong**

La economía de Hong Kong depende en gran medida tanto del comercio internacional como

de las operaciones financieras, por lo que es vulnerable a las crisis externas. Las previsiones apuntan a que su crecimiento económico pasará del 5,0% en 2011 al 3,4% este año debido a un menor crecimiento de la exportación. El principal pilar de esta economía es el consumo privado, estimulado por un robusto crecimiento de los salarios y un mercado de trabajo aún fuerte.

### **Taiwán**

Si bien la economía de Taiwán cayó en una recesión técnica a finales de 2011, su crecimiento del PIB se situó en el 4,0% en el conjunto del año. La recesión en las exportaciones y el débil crecimiento de las inversiones son las principales restricciones al crecimiento económico. Al depender tanto del comercio, Taiwán registrará una demanda externa más débil. Las previsiones apuntan a que el crecimiento económico descienda al 3,1% en 2012 para ascender al 4,9% en 2013.

### **Singapur**

Singapur es considerada una de las economías más abiertas del mundo y un centro financiero, de comercio y de transporte. En este sentido, es muy sensible al ciclo de actividad mundial. sus perspectivas de crecimiento del PIB se han ajustado a la baja en los últimos meses: nuestras Previsiones de Consenso actualmente prevén un crecimiento del 2,7% en 2012, seguido de un crecimiento del 4,9% en 2013. Al igual que lo sucedido en Hong Kong, el mercado inmobiliario de Singapur ha experimentado un boom en los últimos años pero parece que los precios han tocado techo.

### **Latinoamérica: resultados robustos**

Si estudiamos el comportamiento económico de Latinoamérica, debemos destacar dos cuestiones fundamentales. La primera es el cambio en la balanza de dependencia de la región de los mercados avanzados a favor de los mercados florecientes de Asia. Si bien el comercio exterior en los países de Latinoamérica sigue dependiendo en gran medida del comportamiento económico de las economías avanzadas, esta dependencia va

disminuyendo con los años. Como contrapartida, sorprende la creciente importancia de los mercados asiáticos en las exportaciones de Latinoamérica. En 2010, el 61% de las exportaciones procedentes del continente tenían como destino las economías avanzadas, frente al 74% registrado en 2003. Las exportaciones de productos a Asia aumentaron del 4% al 11% en el mismo periodo, acompañadas por un crecimiento del comercio intrarregional, como parte del comercio mundial (ver Tabla 4). La creciente relación comercial entre Latinoamérica y Asia está distribuida de una manera uniforme tanto por tipos de mercancía (materias primas y productos industriales) como por países. Sin embargo, las principales economías del sur (Chile, Argentina y Brasil) están más relacionadas con los mercados asiáticos que los países de América Central, y especialmente México, al norte, que sigue dependiendo del clima de actividad de Estados Unidos.

**Tabla 4: Exportación procedente de Latinoamérica**

	Exportaciones (% del total)	
	2003	2010
Economías avanzadas	73,8	61,4
Países asiáticos en vías de desarrollo	4,5	11,4
Latinoamérica	16,2	20,2

Fuente: FMI

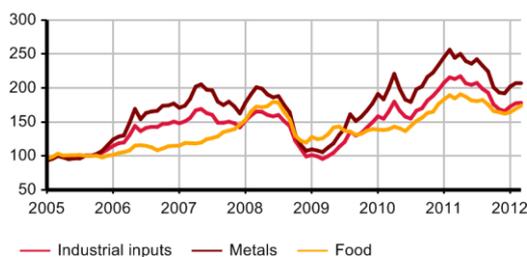
En segundo lugar, la evolución de los mercados de las materias primas constituye un impulsor importante del comportamiento económico de la región. Los precios de las materias primas (excluyendo el petróleo) han subido drásticamente desde 2009, llegando a su punto álgido a principios de 2011 (ver Gráfico 37). Con la moderación de la demanda global, especialmente en China, los precios se flexibilizaron en el segundo semestre de 2011. Sin embargo, el crecimiento de la demanda procedente de las economías emergentes sigue siendo fuerte, por lo que no sorprende la ligera corrección al alza realizada a principios de 2012.

Como principal país productor de acero del mundo, Chile ha pasado a depender cada vez

más del impulso de la producción industrial en Asia. Argentina ha tenido la suerte de poder compensar su política económica más bien expansiva con una clara mejora de sus ingresos procedentes de la exportación, siendo uno de los más grandes exportadores del mundo de productos agrícolas. Las exportaciones de Brasil están más equilibradas entre los productos industriales y las materias primas, pero también dependen cada vez más de la demanda continuada de Asia.

**Chart 37: Global commodity prices**

(Price indices by commodity class, index 2005 = 100)



— Industrial inputs — Metals — Food

Source: IHS Global Insight

Teniendo en cuenta todos estos factores, cabe esperar que la economía de Latinoamérica tenga una evolución económica positiva en 2012 (ver Tabla 5). Sin embargo, no podemos descartar la posibilidad de que surjan sorpresas en forma de un agravamiento de la crisis de deuda de la zona euro o una caída en los precios de las materias primas. El crecimiento del PIB en Latinoamérica alcanzó el 4,2% en 2011 pero se prevé que bajará hasta el 3,6% en 2012. Actualmente la inflación se sitúa en niveles altos –por encima del 6% anual- lo que justifica que las autoridades adopten políticas fiscales y monetarias más restrictivas. Las importaciones de bienes y servicios de la región superan sus exportaciones, según se refleja en su actual déficit por cuenta corriente.

El déficit agregado, situado en un 1,4% del PIB, es bastante bajo y puede financiarse fácilmente mediante importaciones de capital, manteniendo las reservas internacionales en niveles aceptables. Ocasionalmente la inversión extranjera directa y los flujos de cartera se encuentran en niveles tan altos que las autoridades de algunos países (como Brasil, Chile y Colombia) están teniendo

dificultades para evitar la apreciación de los tipos de cambio y poder seguir siendo competitivos. Esto plantea el riesgo de que se produzca una entrada excesiva de capital a corto plazo, volátil y susceptible de cambiar fácilmente de dirección. En 2011 Latinoamérica registró una entrada récord de flujos de IED (128.000 millones de USD), y se prevé que esta tendencia se mantenga este año.

**Tabla 5: Crecimiento del PIB real – Latinoamérica**

	2009	2010	2011	2012f	2013f
Argentina	0,9	9,2	8,9	3,6	3,5
Brasil	-0,3	7,5	2,7	3,3	4,4
Colombia	1,5	4,3	5,8	4,9	4,7
Chile	-1,7	5,2	6,0	4,3	4,9
México	-6,1	5,5	3,9	3,4	3,4
Perú	0,9	8,8	6,9	5,2	5,7
Venezuela	-3,2	-1,5	4,2	4,2	1,4

Fuente: Previsiones de Consenso(marzo de 2012)

## Brasil

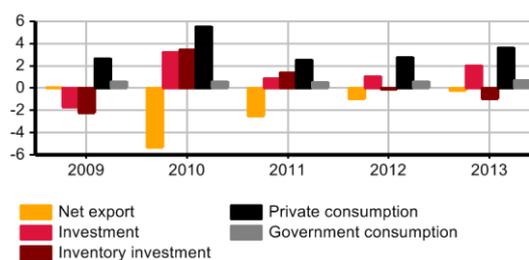
En Brasil, el crecimiento del PIB real se estabilizó significativamente, situándose en un 2,9% frente al 7,5% registrado en 2010. Esta recesión se produjo a pesar de la aplicación de políticas presupuestarias y monetarias más relajadas. A medida que a mediados de 2011 se hizo evidente que el boom económico interno había llegado a su fin, el Banco Central de Brasil inició un ciclo de flexibilización, rebajando el extraordinariamente alto tipo SELIC del 12%. La prioridad de la autoridad monetaria pasó de centrarse en la inflación estricta a evitar el brusco aterrizaje de la economía. La tasa de inflación sigue siendo alta, arrojando un 6,5% en 2011. Se prevé que el crecimiento económico repunte en 2013, impulsado por el gasto fiscal extraordinario previo a las elecciones de 2014 y a las operaciones asociadas al Mundial de Fútbol. El consumo privado y las inversiones son los dos componentes que más influyen en la economía brasileña (ver Gráfico 38).

El crecimiento económico también recibirá un estímulo extra gracias a las amplias inversiones en las reservas y refinerías petrolíferas pre-sal.

Estas inversiones están parcialmente financiadas por inversiones de capital, según se ha mencionado anteriormente, que pretenden aprovechar las oportunidades lucrativas que abundan en Brasil. Las inversiones siguen estando por encima del déficit moderado por cuenta corriente, lo que permite mantener los altos niveles en las reservas del Banco Central: actualmente por encima de los 350.000 millones de USD. Las exportaciones brasileñas a la zona euro suponen el 18% de las exportaciones totales. Dado que las actividades comerciales con China han crecido hasta representar el 15% del comercio total, la economía brasileña está cada vez más orientada hacia el ciclo de actividad de China.

**Chart 38: Contributions to GDP growth, Brazil**

(Chain-weighted basis; forecast data edge 2010)



Source: IHS Global Insight

## Argentina

De modo un tanto sorprendente, Argentina ha resultado ser el país de la región con la tasa de crecimiento económica más alta en 2011 (ver Tabla 5). Pero el reciente éxito de crecimiento de Argentina depende en gran medida de la a menudo criticada política económica expansiva del gobierno de Buenos Aires, así como de los precios altos y el volumen de ventas de productos agrícolas. Dado que todos ellos son factores temporales, se prevé que el crecimiento baje al 3,7% en 2012. La capacidad de Argentina de hacer frente a su deuda soberana ha permanecido débil desde que el país salió de la quiebra en 2001, y las condiciones económicas ralentizadas plantean un mayor riesgo futuro.

## México

México depende en gran medida del ciclo de actividad de Estados Unidos. Si bien es productor de petróleo, esta materia prima supone menos del 15% de las exportaciones mexicanas: el 85% restante incluye productos industriales exportados a Estados Unidos. Si se cumplen los resultados económicos relativamente sólidos vaticinados para Estados Unidos en 2012 y 2013, México podrá alimentar el crecimiento de su PIB interno aumentando las exportaciones. Posiblemente el crecimiento económico podría ser mayor si las autoridades en Ciudad de México avanzaran más en la implementación de reformas estructurales, tales como la apertura del sector del petróleo a los inversores extranjeros, la eliminación de la rigidez en el mercado de trabajo y una mayor eficiencia del sector público. Estas medidas son imprescindibles para que el crecimiento del PIB aumente lo suficiente para mejorar el nivel de vida de la rápidamente creciente población mexicana.

## La región MENA: gran incertidumbre política

La intensificación de los disturbios políticos en la región de Oriente Medio y Norte de África (MENA) desde principios de 2011 ha provocado rotundos cambios de poder en el Norte de África (Túnez, Libia y Egipto) y graves problemas en Oriente Medio (Siria y Yemen). La inestabilidad política ha tenido consecuencias económicas inmediatas, acusando una bajada del crecimiento económico de la región del 4,3% en 2010 al 3,1% en 2011 (ver Tabla 6).

Los principales productores de petróleo en Oriente Medio capearon el temporal gracias a un aumento masivo del gasto público. En los estados productores de petróleo del Golfo se aplicaron medidas políticas fiscales expansivas ante el temor de un aumento de los disturbios civiles parecidos a los de Bahrein. Países como Arabia Saudí y Qátar pusieron en marcha programas de inversión masivos con el objeto de asegurar la supervivencia política de sus dirigentes. Estos desembolsos extraordinarios no suponen un problema financiero para estos

países, a la vista de sus amplios superávits de cuenta corriente y sus altos niveles de reservas (incluyendo activos extranjeros).

**Tabla 6: Crecimiento del PIB real - MENA**

	2009	2010	2011	2012f	2013f
Egipto	4,7	5,1	1,8	1,7	5,3
Marruecos	4,8	3,7	4,5	3,6	4,9
Qatar	8,6	16,4	16,4	7,0	6,2
Arabia Saudí	0,1	4,6	6,8	4,3	4,5
Túnez	3,1	3,0	-1,5	2,9	5,4
Emiratos Árabes Unidos	-1,6	1,4	5,4	3,9	4,1

Fuente: IHS Global Insight

Actualmente se prevé que la región MENA crezca un 3,2% en 2012, igual que el año pasado. No obstante, esta previsión depende en última instancia de la futura evolución del precio del petróleo. Oriente Medio, como subregión, tiene la relación entre comercio y PIB más alta del mundo, debido a su gran dependencia de la exportación de petróleo. Los efectos de los disturbios en el suministro son evidentes a la vista del altísimo precio del petróleo -125 USD por barril, según se indica en el Capítulo 1- a pesar del debilitamiento de las condiciones de la demanda de los mercados avanzados. Las crecientes tensiones por lo que respecta al programa nuclear de Irán, que ha supuesto la imposición de sanciones y la amenaza de una intervención israelí, restringen aún más el suministro de petróleo. Tampoco se sabe si los países que han sufrido un cambio de poder el año pasado podrán demostrar consolidación después de un "año perdido" en términos económicos.

## Norte de África: gestionando las expectativas

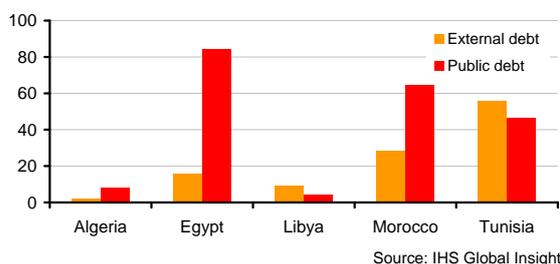
2012 será un año lleno de retos para los países del Norte de África: especialmente para aquellos países que han sufrido un cambio de poder. Estas economías se vieron especialmente afectadas por los acontecimientos de 2011, dado que las protestas contra el gobierno y las manifestaciones masivas en Túnez fueron seguidas rápidamente a revueltas en Egipto y Libia. A pesar de tener características socioeconómicas parecidas, los disturbios en

Argelia y Marruecos fueron relativamente menores y breves. Las autoridades de estos dos países prometieron rápidamente reformas políticas –aunque menores- y, lo que es más importante, incrementaron inmediatamente el gasto público. La implementación de sueldos más altos y ayudas alimentarias y energéticas consiguieron mantener contenta a la población.

Los disturbios en Marruecos y Argelia no tuvieron prácticamente ningún impacto en sus economías. Al contrario, ambos países siguieron arrojando un crecimiento económico positivo: de hecho, en 2011 Marruecos aceleró su crecimiento. Mientras Egipto sufría una brusca recesión en su crecimiento económico, Túnez y Libia entraron en una contracción económica. El turismo, las inversiones extranjeras directas (IED) y la inversión privada interna cayeron en picado debido a los disturbios políticos de estos países. Las perspectivas para 2012 y 2013 dependerán de su transición política. Todos estos países deben acelerar la implementación de reformas estructurales y crear economías más orientadas al mercado con el fin de fomentar el crecimiento económico y reducir los altos niveles de desempleo. Los altos niveles de desempleo juvenil son especialmente alarmantes y es necesario mejorar el nivel de vida general.

**Chart 39: External and public debt**

(Debt stocks as percentage of GDP)



## Túnez

Las perspectivas para 2012 y 2013 difieren entre los países exportadores de petróleo (Argelia y Libia) y los países importadores de petróleo (Egipto, Marruecos y Túnez). Todos ellos han aumentado el gasto público, pero en el caso de los países no productores de petróleo, el margen de maniobra fiscal es más

limitado: dado que ya poseen niveles de deuda externa y pública relativamente altos (ver Gráfico 39). Principalmente se trata de saber gestionar las expectativas: satisfacer las crecientes necesidades sociales de una población impaciente, manteniendo a la vez la estabilidad macroeconómica.

La crisis de la zona euro tendrá un impacto en estas economías; especialmente en las de Egipto, Marruecos y Túnez, al estar vinculadas a través del turismo, las IED, las exportaciones y las remesas. La recesión de la zona euro dificultará el crecimiento económico en 2012, registrando niveles de remesas inferiores a lo previsto y una menor demanda de exportación de la zona euro.

## África Subsahariana: un gran potencial

**Tabla 7: Crecimiento del PIB real – África Subsahariana**

	2009	2010	2011	2012f	2013f
Ghana	4,0	7,7	13,6	9,0	8,5
Kenia	2,6	5,6	4,1	4,6	5,4
Nigeria	5,6	7,2	7,9	6,7	6,4
Sudáfrica	-1,5	2,9	3,1	2,9	4,0

Fuente: IHS Global Insight

Dado que África no está muy integrada a través de vínculos financieros y comerciales mundiales, el crecimiento económico de esta región se mantiene relativamente alto, y varios países se han beneficiado de la subida de los precios de las materias primas en los últimos años. Los precios más altos han dado lugar a una mayor inversión extranjera directa, especialmente procedente de China, en el sector de la minería, petróleo e infraestructuras. El gasto público y privado también ha fomentado el crecimiento económico y los países exportadores de petróleo, Ghana y Nigeria en particular, se han beneficiado del alto precio del petróleo. Sin embargo, África no es totalmente inmune al deterioro de la zona euro a través de sus exportaciones, ayudas oficiales, remesas y flujos de capital.

Según las previsiones, la economía más importante y más desarrollada de África, Sudáfrica, arrojará unos resultados relativamente malos en 2012 (ver Tabla 7), con

un crecimiento económico descendiendo al 2,9% en 2012 antes de recuperar el impulso y alcanzar el 4,0% en 2013. Las altas tasas de desempleo, la alta inflación, la mermada confianza de los consumidores, la incertidumbre política y unas perspectivas poco seguras de las materias primas conspiran para reprimir cualquier perspectiva de crecimiento económico. Dado el importante déficit por cuenta corriente del país, también depende del capital extranjero. Teniendo en cuenta los débiles fundamentos económicos y las persistentemente altas primas de riesgo de los mercados financieros internacionales, resulta difícil competir por estos flujos.

### Europa Central y del Este: expuesta a los males de la zona euro

Durante los últimos diez años, los países emergentes de Europa Central y del Este (CEE), han ido consolidando sus vínculos con el comportamiento económico de la UE. En consecuencia, su exposición al impacto que la crisis de deuda de la zona euro puede tener en sus economías es cada vez mayor. El comercio constituye el vínculo más importante, especialmente con la zona euro, cuyo crecimiento negativo afecta directamente al crecimiento del PIB de la región CEE.

**Tabla 8: Crecimiento del PIB real - CEE**

	2009	2010	2011	2012f	2013f
Rep. Checa	-4,1	2,2	1,7	0,1	1,9
Hungría	-6,7	1,2	1,7	-0,4	1,5
Polonia	1,6	3,9	4,3	2,7	3,0
Rumanía	-7,1	-1,3	2,5	1,2	2,7
Rusia	-7,8	4,0	4,3	3,7	3,8
Turquía	-4,8	9,0	8,3	2,0	4,8
Ucrania	-14,8	4,2	5,2	2,8	3,8

Fuente: Previsiones de Consenso (marzo de 2012)

El segundo vínculo más importante es financiero: a través de una mayor titularidad extranjera (UE) de las entidades financieras de los países CEE y una mayor exposición transfronteriza al crédito. Esto expone a la región a importantes riesgos accesorios: una repentina moratoria de Grecia, por ejemplo, que tenga un impacto importante en el sector bancario griego, tendría importantes

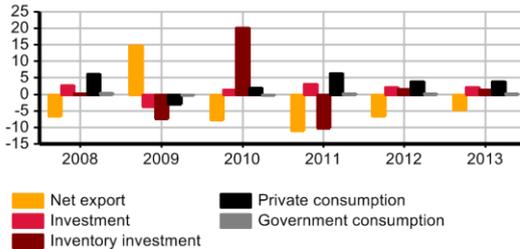
consecuencias en la viabilidad de las sucursales de los países CEE. Asimismo, hay importantes segmentos del sector privado en algunos países CEE que están muy endeudados con sucursales de bancos matriz ubicados en algún país de la zona euro. Los sistemas financieros nacionales de Hungría, Rumanía, Bulgaria, Croacia y Macedonia están muy apalancados. Los bancos en estos países siguen siendo vulnerables a las súbitas retiradas de fondos de titulares de la zona euro. De acuerdo con las previsiones de contracción económica de la zona euro en 2012, se prevé que el crecimiento del PIB real de la región CEE se ralentice considerablemente en comparación con 2011 (ver Tabla 8). Las economías más pequeñas y más próximas a la zona euro –Hungría, República Checa y Rumanía- con un ya maltrecho comportamiento de su mercado nacional, son las que más riesgo corren. Los países menos dependientes de la exportación, como Rusia, Polonia y Turquía, tienen su propia dinámica económica en virtud de la cual sus importantes mercados internos compensan el debilitamiento de la demanda de exportaciones. No obstante, se prevé que la economía turca sufra un enfriamiento significativo como consecuencia de una situación externa considerablemente debilitada tras años en los que las importaciones crecieron mucho más deprisa que las exportaciones. Este desequilibrio ha llevado a las autoridades a enfriar la economía para evitar que los déficits externos se disparen.

### Rusia

En 2011 la economía rusa creció un 4,3%: lo mismo que en 2010. Todos los componentes de la demanda contribuyeron a esta expansión y la economía se vio reforzada por una producción agrícola relativamente propicia (ver Gráfico 40). El consumo de los hogares creció un 6,4%, los salarios reales subieron y el desempleo se mantuvo en niveles bajos. La inversión fija también subió: un 6%. Y lo que es más importante, dado que la energía representa el 60% de las exportaciones totales de Rusia, los altos precios de la energía hicieron que el superávit de cuenta corriente subiera aún más.

**Chart 40: Contributions to GDP growth, Russia**

(Chain-weighted basis; forecast data edge 2010)



Source: IHS Global Insight

A finales de 2011 la inflación había desacelerado hasta el 6,1%, pero la cifra anual del 8,4% se mantiene por encima de los niveles registrados en 2010. En 2011 Rusia alcanzó un superávit presupuestario de aproximadamente un 1%, gracias a ingresos energéticos por encima de lo previsto: el presupuesto subyacente, sin tener en cuenta el petróleo, arrojaba un déficit del 14% -un nivel que ha permanecido invariable desde 2009. La situación de financiación externa es muy favorable, en un 6%, y el endeudamiento total como porcentaje del PIB solo representa el 25%. Como resultado de los fundamentos razonablemente sólidos, el acceso a los mercados financieros internacionales se ha mantenido inalterado.

Mientras tanto, la crisis de deuda de la zona euro ha afectado, y sigue afectando, a la economía rusa. Las exportaciones en 2012 se debilitarán debido a una demanda más baja de países en la zona euro. Los disturbios financieros han tenido un claro efecto en los niveles de confianza de las empresas y hogares en el segundo semestre de 2011, afectando tanto al consumo como a la inversión. Pero estos efectos son relativamente modestos en comparación con la incertidumbre política que acompaña a la reelección de Vladimir Putin como presidente. No obstante, el beneficio que supone la escalada de los precios de la energía impulsa el comportamiento económico del país. Así pues, según las previsiones Rusia crecerá hasta el 3,5% en 2012 para seguir repuntando hasta el 3,8% en 2013. Rusia depende de los precios altos y sostenidos de la energía y, en este sentido, es vulnerable a la caída de los precios.

El boom de los ingresos energéticos mitiga los efectos negativos de varios problemas estructurales subyacentes que siguen pendientes de resolver. La proporción de inversión fija del PIB es un 20% menor si la comparamos con la de otras economías emergentes como India o China.

Además, la producción energética sigue desarrollándose lentamente a medida que varias empresas petrolíferas mal administradas luchan por aumentar la producción. Las exportaciones de productos distintos del petróleo están deprimidas y la economía muestra síntomas del denominado "mal holandés": con el rublo apreciándose de la mano de los altos precios de la energía, dejando al resto de sectores de exportación en una situación de escasa competitividad.

Según nuestro último informe sobre Perspectivas Económicas, el sector bancario y el resto de características institucionales siguen siendo débiles. El hecho de que Rusia ocupe el puesto 143 entre 183 países en el Índice de percepción de corrupción de Transparency y el puesto número 120 en el Índice de facilidad para hacer negocios del Banco Mundial pone de manifiesto el clima desfavorable para la inversión. La debilidad de las instituciones, los derechos imperfectos de protección de la propiedad inmobiliaria, la burocracia y la extendida corrupción plantean problemas para escalar puestos en estos índices. A este escenario hay que sumar la incertidumbre política y los crecientes (aunque aún modestos) disturbios políticos.

Para ilustrar este punto, los flujos de IED hacia Rusia solo ascienden a 49.000 millones de USD, mientras que los flujos de salida suponen 84.000 millones de USD. Rusia necesita reformas urgentes, pero es poco probable que se lleven a cabo dada su situación política. Por lo tanto, probablemente siga creciendo por debajo de su potencial y en menor medida que otras economías BRIC. Dado que se prevé que los precios de la energía permanezcan altos, los riesgos siguen siendo limitados -pero van a más: el umbral del precio del petróleo según el presupuesto público actualmente es de 120 USD por barril, frente a los solo 55 USD por barril en 2007.

## Capítulo 4

---

### Implicaciones para el crédito

#### Un creciente riesgo de insolvencia

En consonancia con el empeoramiento de las condiciones económicas, en los últimos meses hemos visto un ligero aumento de las insolvencias. Actualmente, los niveles de insolvencia son comparables en términos generales a los de 2010, pero con marcadas diferencias entre países.

El principal escenario en relación con el comportamiento económico en 2012 es el de un entorno difícil para las empresas, con importantes riesgos negativos, especialmente para Europa. Preveamos que el número de insolvencias aumente en la mayoría de los principales mercados en 2012, si bien en casi todos los casos a un ritmo moderado. Las perspectivas de impago para la zona euro son variadas, como reflejo de las amplias diferencias en términos de comportamiento económico entre el norte y el sur. Dado que ya partimos de un entorno de insolvencias relativamente deficiente en las economías avanzadas, el nivel de deterioro será relativamente moderado en la mayoría de los mercados, si bien los riesgos que implica este supuesto son mayores dadas las cada vez más duras condiciones financieras.

En esta sección repasaremos en primer lugar la evolución de los impagos en términos globales en los mercados clave del Grupo Atradius dentro del contexto de las perspectivas económicas actuales. Con este telón de fondo, analizaremos más detenidamente las condiciones de los riesgos de crédito para las grandes empresas y las tendencias generales del sector. Por último, describiremos las implicaciones generales que esto supone para

la financiación de operaciones comerciales en el futuro.

#### Resumen general de 2011

Medido a escala global, el número de quiebras de empresas siguió descendiendo en 2011, si bien la posibilidad de una recesión mundial de la actividad económica suscita cada vez más preocupación.<sup>16</sup> El número de insolvencias en América del Norte se redujo, mientras que en Europa la situación fue variada, aunque las insolvencias aumentaron de manera generalizada tanto en Europa del Este como en Europa Occidental<sup>17</sup>. Las insolvencias en Bulgaria, República Checa, Hungría y Eslovenia registraron un crecimiento de dos dígitos. Lituania, Polonia y Eslovaquia también sufrieron un empeoramiento de la situación de insolvencia, aunque a un ritmo más moderado. En Croacia, Estonia, Letonia y Rumanía, el número de insolvencias disminuyó.

En contraposición a la evolución negativa de Europa, la situación de insolvencia en la región de Asia-Pacífico, incluyendo sus mercados emergentes, se mantuvo relativamente propicia. El número de quiebras de empresas se redujo en Japón, Singapur y Hong Kong. China (que está migrando a procesos legales más formales para la mediación de quiebras) y Taiwán también registraron una caída en las insolvencias en 2011.

---

<sup>16</sup> Dun & Bradstreet, Special Report, diciembre de 2011.

<sup>17</sup> Creditreform, 'Insolvenzen in Europa 2011/2012', febrero de 2012.

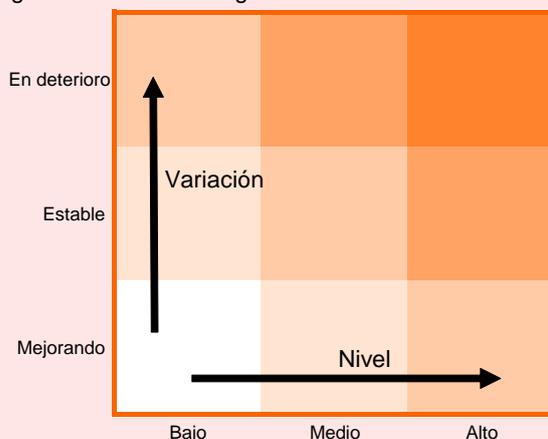
### Cuadro 1: matriz de insolvencias

El marco de las previsiones de insolvencias que hemos desarrollado refleja claramente nuestras expectativas sobre las condiciones de insolvencia por mercado. Dado que percibimos que el crecimiento de la insolvencia es un indicador más ilustrativo de las condiciones de quiebra de las empresas en los mercados desarrollados, esta sección se centra en una selección de mercados avanzados. El principal motivo detrás de esto es que percibimos que la calidad de las estadísticas oficiales y la comparabilidad en términos de legislación en materia de insolvencia son suficientemente altas.

A la hora de hablar de las condiciones de insolvencia existen dos dimensiones importantes: el nivel actual de insolvencia (es decir, el porcentaje de empresas en quiebra sobre el número total de empresas) y la oscilación de ese nivel prevista para el próximo periodo (es decir, las previsiones de crecimiento de la insolvencia). Este nivel aporta información sobre qué tipo de mercado representa un país en particular en términos de su dinámica de impagos, e indica la probabilidad general de quiebra de las empresas. Las previsiones de crecimiento de la insolvencia reflejan como prevemos que evolucionará el nivel de insolvencia (es decir, indican la probabilidad de que el nivel de riesgo permanezca invariable o varíe).

Presentados en una matriz, los 22 países que conforman el marco de nuestra evaluación de insolvencia están clasificados según su nivel y variación prevista (ver Figura 1).

Figura 1: Matriz de riesgo



El eje vertical indica la variación prevista del nivel para 2012 (es decir, si las previsiones de crecimiento de la insolvencia son positivas, neutras o negativas). En este sentido, en la primera fila figuran todos los países que, según nuestras previsiones, sufrirán un deterioro de su situación de insolvencia.

El eje horizontal indica el nivel absoluto de insolvencias en el momento actual (es decir, si la frecuencia de impagos en un país se considera baja, media o alta). En este sentido, en la columna derecha figuran todos los países que se perciben como mercados caracterizados por frecuencias de impagos relativamente altas. Esta clasificación ofrece una visión general de alto nivel de los riesgos de suscripción existentes en nuestros mercados más importantes por lo que respecta al seguro de crédito a corto plazo.

Nuestras evaluaciones de insolvencia se basan en un análisis de las estadísticas históricas de insolvencia de cada mercado. Estas estadísticas de insolvencia nos sirven para presentar un indicador del crecimiento de las quiebras de empresas, partiendo del supuesto de que los cálculos de insolvencias observados son proporcionales al número total de quiebras de empresas (en parte desapercibido). La evaluación de los niveles de impago constituye un indicador de la frecuencia relativa de las insolvencias en un país a lo largo del tiempo y ha sido diseñada para ser comparable en los distintos países.

La dinámica de crecimiento de las insolvencias responde casi de manera instantánea a los cambios de las condiciones del mercado. En términos generales, en la mayoría de los mercados el crecimiento de las insolvencias está estrechamente relacionado con el ciclo de actividad: cuando el crecimiento económico de un país se acelera por encima de su tendencia, normalmente está asociado a bajas cifras de insolvencia; y por el contrario, cuando el crecimiento económico se ralentiza, normalmente viene acompañado de altas cifras de insolvencia. Este nivel, no obstante, también afecta directamente a la dinámica de crecimiento de la insolvencia. Algunos países pueden estar estructuralmente caracterizados por una mayor dinámica de creación y quiebra de empresas. Un país que ya cuenta con un nivel de insolvencia muy elevado es menos dado a responder con vehemencia a los movimientos cíclicos que un mercado con bajos niveles de insolvencia. Hemos tenido en cuenta estas condiciones estructurales, además de otras características específicas de cada país, para establecer nuestras previsiones de insolvencia.

En Latinoamérica, Brasil registró un aumento de las quiebras de empresas debido a la recesión de su actividad económica. Si bien nuestras previsiones no son explícitamente por región, las perspectivas económicas actuales están en consonancia con la presencia de un mayor riesgo de insolvencia en todos los continentes en 2012. Esto se debe a que, si bien se prevé que los mercados en Asia y Latinoamérica lideren el crecimiento mundial en el horizonte de previsión, los principales riesgos negativos se derivan de las cada vez más débiles condiciones de Europa.

### Insolvencias al alza

La brusca contracción de la actividad económica vivida en la última recesión supuso un drástico aumento de las insolvencias en la mayoría de los países.

**Tabla 9: Previsiones de insolvencia (cambio porcentual)**

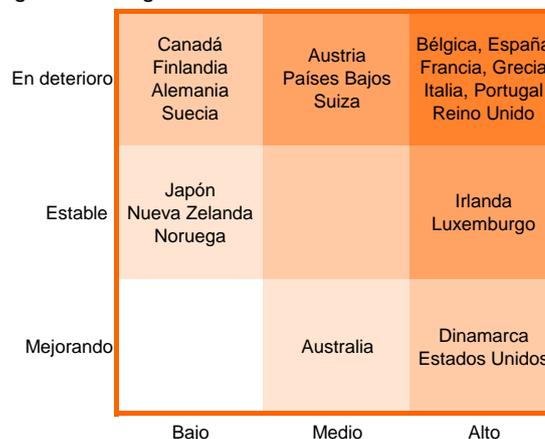
	2009	2010	2011	2012f
Australia	2,9	-1,3	6,3	-5,0
Austria	9,3	-7,6	-8,0	5,0
Bélgica	11,2	1,7	6,7	5,0
Canadá	-12,1	-20,0	-10,0	5,0
Dinamarca	53,9	13,2	-15,4	-5,0
Finlandia	25,4	-12,5	2,8	5,0
Francia	4,9	-3,0	-5,2	5,0
Alemania	11,6	-2,1	-5,9	5,0
Grecia	40,0	30,0	30,0	15,0
Irlanda	50,0	10,0	-5,0	0,0
Italia	28,6	20,8	16,9	10,0
Japón	-1,1	-13,9	-4,4	0,0
Luxemburgo	17,1	32,9	4,0	0,0
Países Bajos	73,5	-9,6	-1,0	5,0
Nueva Zelanda	44,8	-5,8	-10,8	0,0
Noruega	37,8	-11,5	-1,8	0,0
Portugal	36,2	15,6	17,1	5,0
España	50,0	2,2	14,3	5,0
Suecia	19,5	-4,4	-4,2	5,0
Suiza	23,5	19,9	6,5	5,0
Reino Unido	22,8	-15,9	5,1	5,0
Estados Unidos	41,2	-7,4	-15,2	-5,0

Fuente: Oficinas nacionales, Equipo de Investigación Económica del Grupo Atradius

La relativamente débil recuperación económica y las condiciones de crédito persistentemente restrictivas impidieron que los niveles de insolvencia volvieran a los de antes de la crisis, si bien 2010 fue un año de mejora. En consecuencia, la mayoría de los países siguen considerándose mercados con altos niveles de insolvencia (es decir, situados en la columna derecha de la matriz de insolvencia, ver Figura 2). Dadas las débiles perspectivas de la actividad económica en 2012 para estos mercados avanzados, es probable que sus niveles de insolvencia sigan deteriorándose.

Actualmente se prevé un crecimiento negativo en la zona euro en 2012. El panorama en todos los Estados miembros es débil, lo que implica una contracción en la mayoría de los países periféricos y un estancamiento en los países centrales. Se prevé que el crecimiento sea muy lento en Europa en general y esto se refleja en nuestras previsiones de insolvencia (ver Tabla 9).

Figura 2: Riesgo de insolvencia en 2012



### Insolvencias por país

Tomando como base el marco descrito en el Cuadro 1, abordaremos las previsiones de insolvencia para 2012 en mayor detalle.

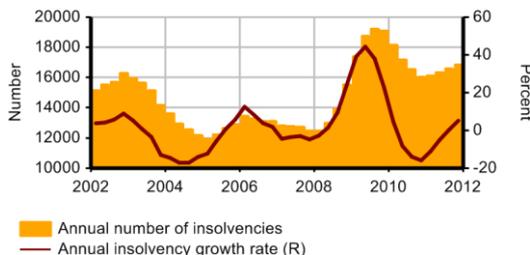
La casilla de la parte superior derecha de la Figura 2 incluye los países en los que las insolvencias ya están en niveles altos y se prevé que sigan subiendo. Todos los países periféricos de la zona euro,

excepto Irlanda, se encuentran en la casilla de la esquina superior derecha. Los mercados del sur de Europa han registrado un deterioro masivo del clima de impagos desde la última recesión y, dadas las previsiones de contracción económica para 2012, se prevé que el panorama de las insolvencias siga deteriorándose. Se prevé que las insolvencias en Italia, España y Portugal aumenten un 5-10% más por encima de sus ya elevados niveles (ver Tabla 9). Según las previsiones, Grecia, en el centro de las turbulencias en torno a la deuda soberana, registrará su cuarto año de crecimiento de dos dígitos de las insolvencias a medida que las medidas de austeridad se hacen sentir y las condiciones de crédito siguen restringiéndose.

Bélgica y Francia también pertenecen a este clúster de alto riesgo, habiendo sido mercados que tradicionalmente registran índices de impago estructurales relativamente altos. Si bien su respuesta a la última recesión en términos de impagos puede calificarse de moderada, no obstante sus índices de impago se perciben como elevados y se prevé que seguirán deteriorándose a medida que sus economías se estanquen en 2012. Otro país que presenta un elevado nivel de insolvencias y perspectivas negativas sobre el mercado es el Reino Unido. Las insolvencias aumentaron considerablemente durante la última recesión (ver Gráfico 41) y se prevé que siga aumentando en respuesta al débil impulso de crecimiento del próximo periodo.

**Chart 41: Insolvency trends - United Kingdom**

(1-year trailing sum of insolvency counts based on quarterly data)



Source: IHS Global Insight

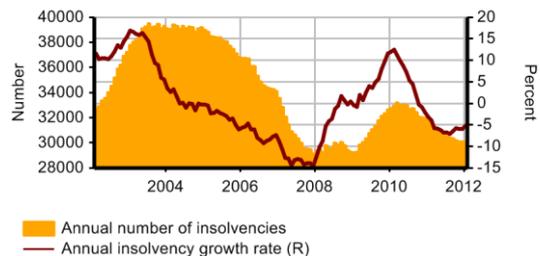


La casilla de la parte superior izquierda de la Figura 2 contiene aquellos países con niveles de insolvencia

relativamente bajos, pero que se prevé que suban en el próximo periodo. Canadá ha vivido un largo periodo de bajas cifras de insolvencia que siguieron mejorando durante la última recesión, a pesar de las condiciones económicas sustancialmente más débiles. Si bien se prevé que el crecimiento económico canadiense mantenga su impulso en 2012, se prevé una ligera inversión de la propicia tendencia de impagos de antaño. Los mercados nórdicos registraron un aumento concertado de las insolvencias en 2008 y 2009, poniendo de manifiesto la profundidad y la gravedad de la contracción económica. A pesar de que las insolvencias subieron más de un 20% en 2009, los índices de impago han permanecido comparativamente bajos en Finlandia y Suecia. Según las previsiones, se producirá un ligero índice de deterioro en consonancia con la brusca moderación de la actividad económica. Noruega, que también está considerada un mercado con bajos niveles de impago, se ha comportado mejor que sus vecinos nórdicos en términos de crecimiento económico y se prevé que en 2012 siga siendo así. Esta posición relativamente propicia en términos del ciclo de actividad se traduce en una estabilización de las cifras de insolvencia en 2012.

**Chart 42: Insolvency trends - Germany**

(1-year trailing sum of insolvency counts based on monthly data)



Source: IHS Global Insight

Durante la última crisis las insolvencias alemanas evolucionaron de una manera estable y el clima de impagos ha permanecido relativamente propicio (ver Gráfico 42). Dada la brusca moderación prevista en el crecimiento económico, no obstante, se prevé cierto deterioro en el panorama de las insolvencias para 2012. Los Países Bajos sufrieron un duro impacto de la insolvencia como resultado de la

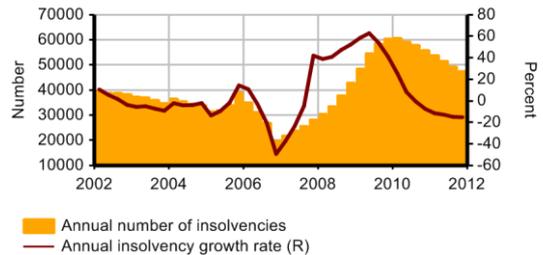
contracción económica de 2009, que se prevé que vuelva a producirse en 2012, en consonancia con su reciente comportamiento económico. A pesar de que su nivel de impagos ha aumentado considerablemente desde la última crisis, los Países Bajos aun representan un mercado dentro de la media por lo que respecta a sus niveles de impago. Dadas las condiciones recesionarias, se prevé un nuevo repunte de las insolvencias. Austria y Suiza también pertenecen al grupo de mercados dentro de la media por lo que respecta a sus niveles de impago en los que se prevé un ligero repunte de las insolvencias debido a las difíciles condiciones económicas de Europa.

La casilla en la parte inferior derecha de la Figura 2 contiene aquellos países con altos niveles de insolvencia, pero que se prevé que bajen en 2012. Dinamarca, inmersa en una grave crisis de impagos desde que el país entrara en la última recesión en 2007, pertenece a este grupo. Al contrario que sus vecinos nórdicos, el índice de impagos en Dinamarca alcanzó niveles muy elevados tras acusar cuatro años de crecimiento de dos dígitos de las insolvencias. Sin embargo, las insolvencias se redujeron un 15% en 2011, y se espera que sigan cayendo este año, a pesar del deficiente comportamiento cíclico. En este sentido, la mejora del clima de insolvencias refleja en mayor medida un ajuste gradual hacia niveles de impago a largo plazo que un signo de fortaleza económica subyacente. El mismo razonamiento es aplicable al caso de Irlanda, que según las previsiones seguirá situándose en niveles de insolvencia históricamente altos este año.

Estados Unidos sufrió un acusado aumento de los impagos durante la última crisis (ver Gráfico 43). Las insolvencias empezaron a reducirse en 2010 para seguir mejorando en 2011. A la luz de las previsiones relativamente favorables del comportamiento del ciclo de actividad para este año, se espera que las insolvencias sigan cayendo: un 5% en 2012. No obstante, dado que en los últimos años la reducción ha sido moderada en comparación con el deterioro registrado anteriormente, las insolvencias siguen mostrando niveles históricamente altos.

**Chart 43: Insolvency trends - United States**

(1-year trailing sum of insolvency counts based on quarterly data)



Source: IHS Global Insight

La casilla de la parte inferior izquierda de la matriz de riesgos recoge aquellos países cuyas condiciones de impago en términos de riesgo de frecuencia son las más propicias (es decir, aquellos países que tienen bajos niveles de insolvencia y es probable que sigan mejorando). En la actualidad, ninguno de los 22 mercados incluidos en nuestro marco de evaluación de la insolvencia pertenece a esta clase. No obstante, algunos de los países incluidos en las casillas vecinas que muestran signos de condiciones de riesgo favorables. Así por ejemplo, se prevé que Australia, a pesar de estar clasificada como un mercado dentro de la media por lo que respecta a sus niveles de impago, mejore su entorno de insolvencias en 2012. El país no ha registrado un aumento significativo de las insolvencias durante la última recesión gracias a un mejor comportamiento en términos de actividad económica. Asimismo, se espera que Australia mantenga un crecimiento relativamente firme en el periodo de previsión.

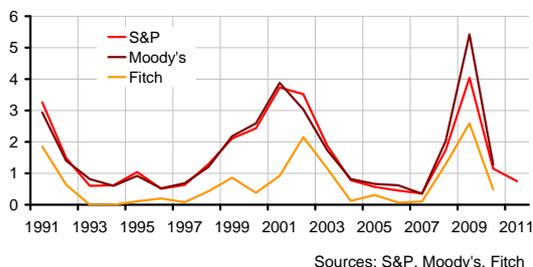
También Nueva Zelanda conserva su condición de mercado con bajos niveles de impago durante la última crisis. Dada la evolución prevista de sus condiciones económicas, en consonancia con su potencial, y la proximidad de su índice de insolvencias a sus niveles estructurales, prevemos una mera estabilización en 2012. A pesar de casi dos décadas de mal comportamiento económico, Japón también se considera un mercado con bajos niveles de impago. Los catastróficos acontecimientos de 2011 y la consiguiente profunda contracción de su actividad económica no supusieron un aumento de las

insolvencias a nivel de país. Dado que el nivel de insolvencias se percibe como bajo dentro del difícil clima económico general, prevemos una estabilización en 2012 a pesar del repunte esperado en la actividad económica de Japón.

### Riesgo de crédito en grandes empresas

La evolución generalizada de las insolvencias, según lo mencionado más arriba, ofrece una perspectiva general de las condiciones del riesgo de frecuencia de impago en todo el ciclo de actividad, representando mayoritariamente al predominante segmento pyme. Pero se puede obtener más información a partir de un análisis específico de las condiciones de impago en las grandes empresas. No resulta sorprendente que los datos sobre el panel más pequeño de empresas emisoras de deuda muestren un incremento similar del impago. Podemos saber más sobre dónde nos encontramos en el ciclo de crédito actual asumiendo una perspectiva a largo plazo del impago sobrevenido en empresas cotizadas en varias recesiones en el pasado. Así por ejemplo, el índice global de impagos del universo de las empresas calificadas por Moody's subió drásticamente –hasta el 5,2%– en 2009, tras haber registrado un mínimo histórico de 0,4% en 2007 (ver Gráfico 44). El número de impagos en el panel de sociedades cotizadas volvió a caer durante la recuperación en 2010.

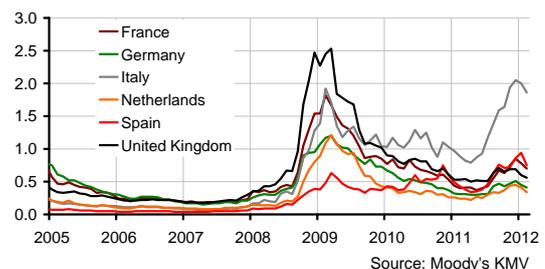
**Chart 44: Global default rates**  
(Defaults as fraction of all rated entities, %)



La evaluación de la recesión actual en Europa y la persistencia de las dificultades de financiación para las empresas sugieren que podemos anticipar más subidas en el índice de impagos en 2012, y su mantenimiento en niveles elevados en 2013.

Hemos asistido a un aumento generalizado de la percepción del riesgo en los mercados desde el segundo semestre de 2011, percepción que se ha visto justificada por la incidencia de algunas quiebras de empresas importantes. Las medidas adoptadas por las agencias de calificación también reflejan el deterioro general de la calidad del crédito que se ha producido en los últimos trimestres. Las medidas de calificación negativas siguen superando a las positivas tanto en Europa Occidental como en América del Norte. Las calificaciones crediticias europeas muestran signos de un deterioro más rápido de la calidad del crédito. Las agencias de calificación apuntan que las débiles condiciones económicas y de financiación están teniendo un efecto no deseado en las pérdidas de crédito, lo que está disparando las quiebras de empresas y, a la vez, deprimiendo los índices de recuperación. Esta evolución de las calificaciones sugiere que el año pasado se produjo un importante debilitamiento de la solidez financiera del sector empresarial en general y que, en consecuencia, las empresas ahora pueden considerarse menos resistentes a futuros impactos negativos.

**Chart 45: Median EDF - Europe**  
(Default risk 12 months ahead, percent)



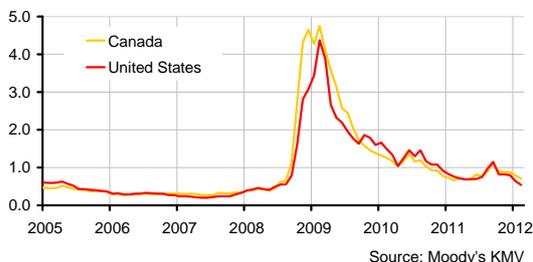
El resultado es que el panel de grandes empresas en el universo de sociedades cotizadas está asociado a un riesgo de impago considerablemente más alto comparado con el de hace cinco años. Hemos asistido a una reversión generalizada de la tendencia anteriormente propicia en las previsiones de impagos. La Frecuencia Prevista de Impagos (EDF) controla el riesgo de impacto entre las empresas que cotizan en bolsa. 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, según lo mencionado en los gráficos, representa el percentil 50º en el agregado de interés de las empresas. La EDF ha subido en los últimos años en el conjunto de los países europeos (ver Gráfico 45).

La tendencia de deterioro de aquellos mercados de la zona euro que se han visto afectados por la crisis de deuda de la zona euro es espectacular. 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 estimado superior al 10%. En el caso de Portugal, esta cifra se acerca al 5%. En Italia y España, la EDF media ha ido aumentando de manera constante durante el año pasado, situándose en el 2% y en el 1% respectivamente. Si los comparamos con el periodo anterior a la crisis, cuando el riesgo de impago estimado estaba por debajo de los 10 puntos básicos, estos niveles son realmente muy altos.

En América del Norte, en línea con su mejor comportamiento económico, la EDF ha tenido una evolución más estable durante los últimos meses. La EDF media en el panel de empresas estadounidenses vuelve a estar por debajo del 0,75%, lo que supone una reducción de 25 puntos básicos desde el cuarto trimestre del año pasado (ver Gráfico 46).

**Chart 46: Median EDF - North America**  
(Default risk 12 months ahead, percent)



El patrón del riesgo de impago general, según lo mencionado anteriormente, también se deja ver en otras métricas del riesgo de crédito a las empresas. Las primas de los *Credit Default Swap* (CDS), un útil punto de referencia externo para establecer el precio del riesgo de

crédito, también han rondado niveles muy altos desde el segundo semestre de 2011. Con una visión más amplia, estas medidas ponen de manifiesto que la percepción del riesgo de crédito a las empresas sigue siendo muy alto (ver Gráfico 47).

**Chart 47: The price of credit risk**  
(Credit Default Swap spreads, 5-year segment, basis points)



## Vulnerabilidad sectorial

Dado que Europa se encuentra inmersa en una segunda recesión, los sectores cíclicos son cada vez más vulnerables en términos de riesgo de crédito a las empresas. No obstante, es cierto que hay sectores que pueden ser más vulnerables que otros. La experiencia de la última crisis sugiere dos cosas: en primer lugar, ya que se trata de un impacto mundial con orígenes financieros, afecta negativamente a prácticamente todos los sectores. Y en segundo lugar, los efectos pueden ser sorprendentemente parecidos en distintos países de una manera endémica. A nivel mundial, en 2011 descendió el número de quiebras de empresas en el sector de manufacturas. No obstante, la moderación de la producción industrial a la que hemos hecho referencia en secciones anteriores implica un mayor riesgo en este sector para el próximo periodo. Europa sigue teniendo mercados inmobiliarios sobrevalorados (inmuebles residenciales y comerciales) y Estados Unidos actualmente se encuentra en plena segunda ronda de contracción de los precios de la vivienda. Por lo tanto, dadas las estrictas condiciones de financiación, las empresas del sector de la construcción y las empresas financieras pasan a ocupar un primer plano, especialmente en la zona euro. Si bien en 2011 el comportamiento tanto del sector de la construcción como del sector de servicios

financieros ha sido relativamente bueno a escala mundial en términos de insolvencias, los riesgos adversos persisten. Al igual que el sector de manufacturas, el comercio minorista y el comercio al por mayor demostraron un buen comportamiento en términos de insolvencias en 2011. Los materiales de construcción y los segmentos cíclicos, tales como los bienes de consumo duraderos, están viéndose directamente afectados por un mayor riesgo de insolvencia. Las telecomunicaciones y el transporte también mejoraron sus cifras de insolvencias en 2011 pero, dada la moderación anticipada para el comercio, el sector del transporte puede considerarse vulnerable.

### **Estrictas condiciones de financiación en operaciones comerciales**

En resumen, anticipamos condiciones más estrictas en la financiación de las operaciones comerciales para 2012. Dadas las actuales expectativas de una recesión relativamente corta de la zona euro, las perspectivas a corto plazo para la financiación de las operaciones comerciales son más negativas que a medio plazo. Con las actuales perspectivas como telón de fondo, se prevé que las condiciones se estabilicen, e incluso mejoren en cierta medida, en 2013.

Sin embargo, cabe destacar que los actuales desequilibrios dentro de la zona euro, con una divergencia cada vez mayor entre los Estados miembros, también plantea a medio plazo condiciones de financiación relativamente estrictas de las operaciones comerciales. El riesgo de que la crisis de la zona euro siga agravándose, suponiendo la eventual salida de uno o varios Estados miembros, es tangible.<sup>18</sup> Dadas las (posibles) importantes consecuencias adversas asociadas a este hecho, las instituciones financieras ya han dicho que se están preparando para ello. En consecuencia, las condiciones de financiación se han restringido en mayor medida que en una recesión cíclica normal.

La reducida capacidad soberana y los cambios de regulación también están ejerciendo presión. Desde enero de este año, solo cuatro miembros de la zona euro –Alemania, Finlandia, Luxemburgo y Países Bajos- han mantenido calificaciones AAA. En primer lugar, varios países de la zona euro han sufrido bruscas rebajas en su calificación soberana desde el segundo semestre de 2011, y si a esto le sumamos el deterioro de las perspectivas de crecimiento, aumenta la probabilidad de que se produzcan más rebajas. Esta tendencia complica la financiación del fondo de rescate europeo, socavando la efectividad de las herramientas políticas. En segundo lugar, esta evolución ha colocado a las instituciones financieras de los mercados afectados bajo una mayor presión por lo que respecta a su calificación. En consecuencia, se merma la capacidad del sector financiero para ofrecer a la economía real crédito suficiente con condiciones atractivas. En tercer lugar, el valor del crédito a las empresas privadas no financieras también tiende a deteriorarse en tándem con la deuda soberana, dando lugar a préstamos más estrictos y primas de riesgo más altas.

El nuevo marco regulador (Basilea III para bancos y Solvencia II para el sector de seguros europeo) también está ejerciendo presión adicional sobre las instituciones financieras. Si bien estas medidas mejoradas para la dirección y supervisión macroprudenciales son positivas, se están implantando en un momento de incertidumbre sin precedentes. En este sentido, puede decirse que los nuevos requisitos reguladores están contribuyendo a aumentar las restricciones de las condiciones de financiación, tal y como revela el mayor riesgo de desapalancamiento y la más estricta oferta de crédito.

---

<sup>18</sup> Para un análisis en profundidad, ver nuestro informe 'Sticking Together – The future of the Eurozone', enero.

# Anexo: Tablas de previsiones

**Tabla A1: Principales cifras macroeconómicas – Mercados desarrollados**

	Crecimiento del PIB (%)			Inflación (%)			Balanza presupuestaria (% del PIB)			Cuenta corriente (% del PIB)			Crecimiento de exportaciones (%)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Australia	2,0	2,9	3,1	3,4	2,3	3,0	-3,2	-1,9	-0,1	-2,2	-3,8	-4,5	-1,6	5,0	3,7
Austria	3,0	0,6	1,5	3,3	2,1	2,0	-3,3	-2,8	-2,0	2,4	2,0	2,0	6,8	0,2	3,6
Bélgica	1,9	-0,3	0,9	3,5	2,6	1,9	-3,7	-3,9	-3,8	0,6	-0,2	-0,6	4,8	-0,9	2,6
Canadá	2,5	2,1	2,4	2,9	2,0	1,8	-4,5	-2,6	-1,3	-2,8	-1,9	-1,7	4,4	7,1	6,3
Dinamarca	1,0	-0,1	0,9	2,8	2,2	1,8	-4,2	-4,9	-4,3	6,6	5,7	5,3	6,8	0,7	3,1
Finlandia	2,9	0,6	2,3	3,4	2,8	2,5	-1,9	-2,2	-1,1	-0,7	-0,4	-0,2	-0,8	-0,3	4,8
Francia	1,7	0,1	0,8	2,1	1,9	1,7	-5,5	-4,8	-3,8	-2,3	-2,1	-1,6	5,0	1,6	2,8
Alemania	3,1	0,7	1,6	2,3	1,9	1,5	-1,0	-0,8	-0,5	5,3	4,9	5,0	8,4	0,8	3,9
Grecia	-6,9	-5,6	-0,5	3,3	1,4	0,8	-9,6	-6,0	-4,8	-9,3	-7,7	-3,9	-0,3	-0,5	4,4
Irlanda	0,7	0,6	2,1	2,6	2,0	2,1	-10	-8,6	-7,0	0,5	1,5	2,2	4,1	1,3	4,1
Italia	0,5	-1,7	-0,2	2,8	2,9	2,0	-3,8	-1,7	-0,3	-3,2	-2,6	2,9	6,3	0,8	1,5
Japón	-0,7	1,5	2,1	-0,3	-0,2	-0,9	-11	-10	-7,6	2,0	1,5	2,0	0,0	2,2	10,2
Luxemburgo	1,0	0,8	2,5	3,4	3,0	2,2	-0,6	-0,9	-0,8	5,6	6,8	6,6	3,0	-0,7	3,3
Países Bajos	1,3	-1,0	0,9	2,3	2,1	2,1	-4,7	-4,6	-4,4	7,3	6,6	6,7	3,8	0,1	2,5
Nueva Zelanda	1,4	2,4	3,2	4,0	1,6	2,6	-6,3	-6,6	-2,9	-4,1	-5,7	-6,0	2,5	1,9	3,0
Noruega	1,7	1,5	1,7	1,3	1,2	2,0	12,8	11,9	11,0	14,6	14,0	13,9	-1,0	0,1	1,7
Portugal	-1,5	-3,7	-0,3	3,7	3,0	1,7	-4,1	-4,7	-3,6	-6,4	-3,5	-3,0	7,4	0,7	2,2
España	0,7	-1,8	-0,4	3,2	1,9	2,1	-8,1	-4,8	-3,6	-3,4	-2,4	-1,7	9,0	0,6	2,2
Suecia	4,0	1,0	3,3	2,6	2,1	2,1	0,5	0,3	1,4	7,9	6,8	7,8	6,8	-0,2	4,6
Suiza	1,9	0,8	1,5	0,2	0,1	0,9	0,8	0,1	-0,2	14,8	13,9	13,2	3,4	0,2	3,0
Reino Unido	0,7	0,8	1,6	4,5	2,9	2,0	-8,3	-7,9	-6,8	-1,9	-2,1	-1,7	4,6	1,4	5,5
Estados Unidos	1,7	2,2	2,4	3,1	2,2	1,7	-8,7	-6,9	-4,7	-3,1	-3,6	-3,2	6,7	4,2	7,1
<b>Zona euro</b>	1,5	-0,5	0,8	2,6	2,2	1,8	-4,1	-3,1	-2,3	0,3	0,5	1,7	6,3	0,7	3,1
<b>Unión Europea</b>	1,6	-0,1	1,1	3,0	2,4	1,9	-4,5	-3,7	-2,9	0,1	0,1	1,0	6,4	1,1	3,6

Fuente: IHS Global Insight

**Tabla A2: Indicadores macroeconómicos – Mercados avanzados**

	Cons. Privado (%)			Inv. fija (%)			Cons. Público (%)			Ventas minoristas (%)			Prod. industrial (%)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Australia	3,4	3,0	3,0	6,9	7,2	7,3	1,8	0,5	0,9	-0,9	1,0	3,9	-0,1	3,0	2,1
Austria	0,8	1,0	1,4	5,2	1,0	2,4	2,4	1,2	1,0	-0,8	-1,4	-0,9	6,0	0,5	2,3
Bélgica	0,8	0,4	0,9	5,1	-0,8	1,8	0,8	0,6	0,7	-1,5	-2,5	-0,4	4,0	-0,4	1,1
Canadá	2,2	2,4	2,2	6,9	5,0	3,0	1,2	1,4	2,3	0,7	2,1	1,2	3,5	3,6	4,6
Dinamarca	-0,5	0,3	0,5	0,4	-0,9	2,2	-1,0	0,1	1,2	-2,1	-1,3	-0,5	1,9	0,5	1,1
Finlandia	3,3	0,9	1,4	4,6	-0,1	3,1	0,8	1,0	0,8	-1,2	-0,7	0,0	1,3	0,1	2,8
Francia	0,3	0,0	1,2	2,9	0,4	1,0	0,4	0,1	0,4	0,5	-0,7	1,4	2,4	-0,4	1,4
Alemania	1,4	1,3	1,5	6,6	0,2	2,6	1,4	1,0	1,1	0,3	-0,7	0,1	8,0	0,2	4,5
Grecia	-7,1	-7,0	-1,2	-20	-9,2	-1,6	-9,1	-9,2	-1,6	-10	-8,4	0,6	-8,6	-5,8	2,3
Irlanda	-2,7	-0,8	1,0	-10	-0,7	1,8	-3,7	-4,5	-0,3	-3,4	-1,8	0,1	0,0	0,9	2,4
Italia	0,2	-1,5	-0,5	-1,2	-4,6	-1,0	-0,9	-3,1	-2,4	-3,7	-3,8	-3,8	0,2	-2,9	0,0
Japón	0,0	0,9	1,3	0,6	4,6	3,7	2,1	-0,4	-2,5	-0,9	3,3	1,3	-3,5	4,2	3,3
Luxemburgo	1,4	1,2	2,3	10,9	-3,5	4,7	0,3	1,8	2,0	4,6	-1,0	0,8	-2,4	-4,3	5,2
Países Bajos	-1,1	-0,7	1,0	5,8	-2,3	1,6	0,2	0,1	1,3	-1,3	-1,8	-0,7	-0,6	-1,4	1,1
Nueva Zelanda	2,5	2,7	3,0	3,8	5,2	12,5	1,8	0,1	-0,4	1,4	2,3	3,6	1,9	1,9	3,4
Noruega	2,3	2,0	2,5	7,0	3,7	2,1	1,6	2,4	2,4	1,7	1,9	1,2	-4,2	1,7	1,7
Portugal	-3,9	-6,9	-0,9	-11	-13	-0,9	-3,9	-5,6	-1,1	-8,9	-8,4	0,8	-1,9	-3,6	1,3
España	-0,1	-2,2	-0,6	-5,1	-7,1	-1,4	-2,2	-4,9	-3,0	-4,8	-4,1	-0,6	-1,4	-2,7	0,2
Suecia	2,1	0,5	1,6	6,2	2,6	3,6	1,8	0,8	1,5	-1,7	-0,6	1,0	5,6	2,5	2,7
Suiza	1,0	0,9	1,4	3,9	1,0	2,8	1,7	1,0	0,8	-1,5	-0,5	1,4	0,7	-0,7	2,5
Reino Unido	-1,2	0,9	1,7	-1,2	2,3	4,3	0,1	-0,4	-0,9	0,5	0,9	2,5	-1,2	-0,5	2,2
Estados Unidos	2,2	2,1	2,2	3,7	5,1	6,0	-1,2	-1,2	-1,7	4,4	3,5	2,4	4,0	4,6	3,1
<b>Zona euro</b>	0,2	-0,5	0,7	1,5	-2,1	0,9	-0,1	-1,0	-0,1	-	-	-	2,7	-1,1	2,0
<b>Unión Europea</b>	0,1	0,0	1,1	1,5	-1,1	1,7	-0,1	-0,8	-0,1	-	-	-	2,5	-0,5	2,2

Fuente: IHS Global Insight

**Tabla A3: Principales cifras macroeconómicas – Mercados emergentes**

	Crecimiento del PIB (%)			Inflación (%)			Cuenta corriente (% del PIB)			Cons. Privado (%)			Crecimiento de las exportaciones (%)		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Asia Pacífico*</b>	6,7	6,5	7,0	5,6	3,7	3,7	1,9	2,2	2,2	5,0	5,8	6,4	8,1	5,5	7,8
<b>ASEAN</b>	4,7	5,0	5,6	5,5	4,2	4,7	6,9	6,7	7,2	4,3	6,1	4,4	6,0	4,9	7,7
China	9,2	8,4	8,6	5,4	3,1	2,9	2,8	3,7	3,6	6,5	8,0	8,3	10,2	4,9	5,1
Hong Kong	5,0	3,7	5,0	5,3	4,2	3,5	5,1	4,7	4,8	8,6	4,8	5,2	4,1	3,7	7,5
Taiwán	4,0	3,8	4,9	1,4	1,4	1,6	8,8	8,2	7,6	3,0	2,3	3,3	4,5	4,7	7,9
India	6,8	7,2	8,0	8,9	6,6	6,7	-3,0	-3,0	-2,6	5,1	6,0	7,7	17,0	11,0	13,8
Singapur	4,8	2,0	5,4	5,2	3,1	2,7	18,0	19,1	22,0	-	-	-	3,1	3,7	9,2
<b>Latinoamérica</b>	4,2	3,7	4,7	7,7	7,2	6,8	-1,2	-0,9	-1,0	5,3	4,9	4,9	4,8	2,4	3,8
Argentina	8,9	4,0	4,9	9,8	11,8	10,6	0,3	0,0	-0,2	10,7	4,8	5,5	4,3	3,1	3,8
Brasil	2,7	3,2	5,0	6,6	5,3	4,8	-2,1	-1,9	-1,9	4,1	5,0	5,4	4,2	2,6	6,1
México	3,9	3,0	4,2	3,4	4,7	3,8	-0,6	-1,0	-1,4	4,6	2,9	4,1	9,6	9,4	7,8
<b>CIS</b>	4,7	3,9	4,1	9,5	5,8	6,3	4,9	3,9	2,7	7,4	5,5	5,9	5,4	3,7	3,2
República Checa	1,7	0,4	1,9	1,9	3,4	2,2	-2,9	-3,2	-3,0	-0,5	0,1	2,1	11,0	1,9	5,7
Hungría	1,7	-0,6	0,9	4,1	5,4	3,2	1,4	1,7	1,5	0,1	-2,1	1,2	8,4	0,7	2,3
Polonia	4,3	3,0	3,9	4,2	3,5	2,6	-4,3	-4,8	-4,7	3,1	3,9	3,7	7,2	6,1	5,7
Rusia	4,3	3,7	3,9	8,4	4,9	5,8	5,3	4,3	3,0	6,8	5,9	5,9	1,1	0,9	0,6
Turquía	8,5	1,9	4,8	6,5	9,4	6,4	-100	-8,4	-7,7	7,2	1,2	4,2	6,5	4,7	4,8
<b>África</b>	1,5	4,9	5,7	8,5	8,0	6,9	-0,9	1,9	2,4	5,0	4,0	5,0	0,0	11,4	7,7
Sudáfrica	3,1	2,9	4,0	5,0	5,7	5,6	-3,3	-4,4	-5,8	5,0	3,7	4,1	5,9	2,5	5,0
<b>MENA</b>	3,1	4,1	4,9	7,6	8,4	7,8	11,8	11,1	9,5	2,6	2,3	4,3	7,5	8,2	7,0
<b>BRIC</b>	7,0	6,7	7,3	6,5	4,2	4,1	1,4	1,9	1,8	5,6	6,6	7,2	9,0	4,8	5,6
<b>Mundo</b>	3,0	2,8	3,6	4,1	3,3	3,0	-	-	-	2,4	2,4	3,1	6,5	3,7	5,8

Fuente: IHS Global Insight

Nota: \* Japón excluido

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, Grupo 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 el Grupo 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 en redes sociales



Crédito y Caución  
Paseo de la Castellana, 4  
28046 Madrid  
Spain

[creditoycaucion.es](http://creditoycaucion.es)