



## Evolución de Riesgo País Perspectivas 2008

### Países Industrializados

#### Estados Unidos

Calificado "A1" - mantenimiento bajo vigilancia negativa (marzo de 2007)

Los hogares, que ya están muy endeudados, se resentirán como consecuencia de la inversión del efecto sobre el patrimonio que ha supuesto el aumento del precio de los inmuebles y se enfrentarán a unas condiciones aún más duras a la hora de refinanciar sus hipotecas. Esto las llevará en gran medida a reducir su consumo (70% del PIB) e incrementar sus ahorros. Varios factores podrían combinarse en esa desaceleración, incluidos los problemas en el mercado laboral, la contención salarial y un posible aumento del precio de los combustibles.

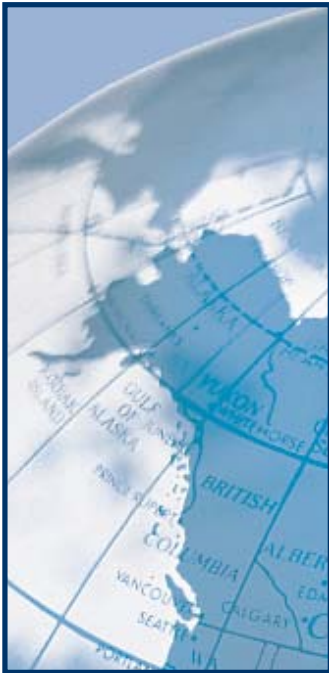
La desaceleración del consumo de los hogares y el acceso más difícil a la financiación afectarán significativamente a los resultados de las empresas. Éstas podrían reducir su producción y sus inversiones, lo que sin duda socavaría su rentabilidad y generaría más desempleo. Las exportaciones seguirán beneficiándose de la aún sólida demanda de los países emergentes y unos tipos de cambio favorables. Las importaciones seguirán bajo el efecto de la contracción del consumo de los hogares, lo que contribuirá a una ligera reducción del déficit por cuenta corriente. El gasto militar y los menores ingresos fiscales afectarán, por su parte, al déficit fiscal.

Los servicios a particulares, el ocio, los sectores textiles de la moda y los equipos de alta fidelidad, televisión y vídeo también se resentirían como consecuencia de los ajustes en los presupuestos de los hogares.

#### Japón

Calificado A1

La economía nipona debería crecer un 2,0% en 2008. Las exportaciones y la inversión productiva corporativa seguirán siendo el motor de la economía. En cuanto a las exportaciones, el fuerte crecimiento registrado en Asia, especialmente en China, compensará en parte la contracción de la demanda estadounidense. La inversión productiva por parte de las empresas, a pesar de la previsión de un repunte en el sector de las herramientas máquina, aumentará considerablemente. Proseguirá el notable crecimiento de los beneficios corporativos (11% del PIB) a pesar de la apreciación del yen y el incremento del coste de



la energía que podrían limitar el índice de crecimiento, especialmente en los sectores altamente orientados hacia las exportaciones como la fabricación de vehículo. La producción industrial se ha acelerado, especialmente en el sector de las tecnologías de la comunicación y la información tras un período de ajustes por la crisis. Aunque las empresas han registrado unos beneficios y activos financieros récord, los ingresos de los hogares japoneses se han mantenido muy bajos.

Los precios al consumo sólo deberían crecer moderadamente o incluso bajar en caso de prolongarse la apreciación del yen. A pesar de la reducción regular del gasto público, persistirán los grandes déficit. La contracción del consumo de los hogares, sin embargo, ha afectado negativamente a ciertos sectores, como el de la construcción, el inmobiliario, el mayorista y los hoteles/restaurantes, que se ven especialmente afectados por las quiebras, que aumentaron un 14% durante el primer semestre de este año.

## Europa Occidental

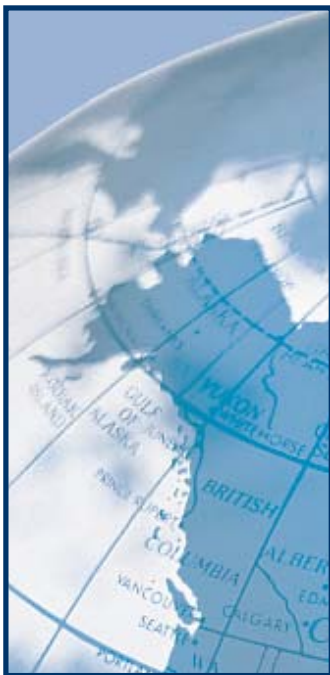
En medio de una moderada desaceleración económica en Europa Occidental, el crecimiento sólo alcanzará el 2,2% en 2008. La construcción residencial y el sector inmobiliario ya no contribuirán al crecimiento e incluso le afectarán negativamente en muchos países. En menor medida, la pérdida de confianza, el endurecimiento de los créditos y un mercado laboral menos boyante afectarán al consumo de los hogares y la inversión corporativa. Aunque la desaceleración en EE.UU. y los tipos de cambio desfavorables afectarán también a las exportaciones, una sólida demanda continuada procedente de las regiones emergentes mitigará este efecto. Algunos países (Reino Unido, España, Irlanda) sufrirán una desaceleración más marcada debido al peso de la construcción residencial en sus economías y el alcance de la deuda soportada por sus actores económicos. Otros, como los escandinavos, el Benelux, Grecia, Portugal y Suiza, registrarán unos resultados por encima de la media.

En este contexto, la rentabilidad de las empresas vinculadas a la vivienda (constructores, promotores, agentes, fabricantes y distribuidores de materiales de construcción, equipos eléctricos, muebles y electrónica para el hogar) debería reducirse. Otros sectores como la subcontratación del sector de los automóviles, los textiles, el cuero, el procesamiento de papel/cartón y el montaje informático seguirán siendo vulnerables. Dentro de esos sectores, el comportamiento de pagos de las PYME, con unas cargas deudoras relativamente grandes, será susceptible de empeorar.

### Alemania Calificado "A1"

El crecimiento económico se ha ralentizado en Alemania debido, en cierta medida, a una pérdida del dinamismo en las exportaciones hacia Estados Unidos. A la luz de la desaceleración de la demanda mundial, esta tendencia debería continuar a comienzos de año antes de estabilizarse en un crecimen-

Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



to del 2,0% previsto para todo 2008. Compensando parcialmente una desaceleración de las exportaciones y las inversiones, el consumo de los hogares debería mejorar espoleado por las posibles reducciones impositivas en un contexto de vuelta de los excedentes fiscales y mejora continuada del panorama laboral.

El comportamiento de los pagos corporativos sigue siendo bueno con unos márgenes en unos niveles confortables. Las quiebras se redujeron otro 11% en el primer semestre después de llegar al 17% en 2006. El endurecimiento del crédito no debería tener un efecto negativo significativo.

## España

Calificado A1 - Mantenimiento bajo vigilancia negativa

El crecimiento del PIB se frenará en España - con un 2,8% previsto en 2008— debido sobre todo a la crisis del sector residencial y la consiguiente desaceleración del consumo de los hogares (del 3,2% al 2,7%).

La deuda inmobiliaria representa un 80% del PIB. El incremento del coste de los créditos — con un 95% de los préstamos a tipo variable — y la erosión de los precios de la vivienda, que han subido un 120% en 10 años, deberían forzar a los hogares a reducir sus gastos. Con unas empresas también muy endeudadas, la inversión corporativa debería resentirse como consecuencia del endurecimiento de las condiciones del crédito. La desaceleración, sin embargo, debería ser limitada, gracias a las continuas reducciones fiscales facilitadas por los excedentes financieros del sector público, la presión demográfica vinculada a la inmigración y las exuberantes condiciones reinantes en la construcción no residencial, especialmente en las obras públicas.

El comportamiento de pagos, aunque satisfactorio hasta la fecha a pesar de unos pocos accidentes en los sectores textil, del pequeño equipamiento eléctrico y el montaje informático, podría deteriorarse. Las empresas más pequeñas vinculadas al mercado de la vivienda serían las más expuestas.

## Francia

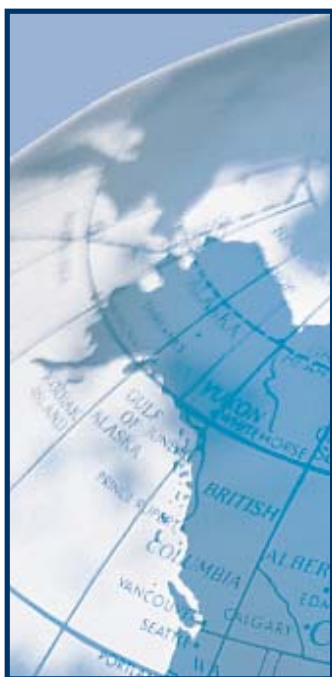
Calificado A1

El consumo de los hogares, el principal motor económico que representa el 57% del PIB, debería ser menos dinámico como consecuencia de la desaceleración del ritmo de crecimiento del mercado laboral y el endurecimiento de las condiciones del crédito ahora que el mercado inmobiliario empieza a frenarse. Las empresas - afectadas por la crisis financiera y enfrentadas al fantasma de unas condiciones económicas aún más complicadas - probablemente reduzcan todavía más la inversión productiva. El declive continuado en el crecimiento de los ingresos corporativos y el ratio gasto de capital-flujo de caja las ha convertido en especialmente susceptibles a las condiciones del crédito de las que dependen cada vez en mayor medida desde 2004. La desaceleración de la demanda doméstica debería limitar el crecimiento de las importaciones. Las exportaciones, que ya sufren una falta de especialización,



Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)





## Europa Emergente

En los mercados emergentes, las economías regionales siguen estando entre las más vulnerables a una crisis de confianza en el mercado. Los crecientes déficit por cuenta corriente han hecho a una serie de países más dependientes del capital extranjero. Este ha sido especialmente el caso de de los países bálticos, Rumanía, Bulgaria y, en menor medida, Turquía y Hungría. Ese desequilibrio, exacerbado en ocasiones por la política fiscal, podría en última instancia resultar en una repentina corrección de los tipos de cambio o una marcada reducción del crecimiento de los mercados. Lo más perjudicial de todo podría ser que la deuda del sector privado asumida en el extranjero ha aumentado rápidamente en muchos países y que una parte sustancial de su deuda doméstica se denomina en divisas extranjeras. Algunos países también se resienten por el estallido de sus burbujas inmobiliarias.

A pesar de una ligera desaceleración, el crecimiento debería seguir siendo fuerte en Europa Central este año y el siguiente, con un 6,0 y un 5,6% respectivamente tras un 6,2% en 2006 (incluida Turquía). El efecto sobre el crecimiento de las políticas restrictivas implementadas en Turquía y Hungría ha resultado ser menos negativo de lo previsto y toda la región debería beneficiarse de una sólida demanda doméstica. También debería beneficiarse de unos grandes flujos de entrada continuados de inversión extranjera. No obstante, las nuevas ganancias de productividad y, a pesar de un ligero deterioro de las condiciones económicas en la zona euro, una demanda extranjera relativamente boyante, deberían compensar en parte la presión de la competencia extranjera y la apreciación real de las divisas regionales.

### Polonia

Calificado A3 - Mantenimiento bajo vigilancia positiva desde junio de 2007

El consumo debería seguir manteniéndose dinámico gracias a los incrementos en las nóminas reales y la mejora del mercado laboral. Unos buenos resultados financieros corporativos y la financiación recibida de la Unión Europea deberían seguir respaldando la inversión. Con unas previsiones de crecimiento en torno al 6,0% en 2008, la solvencia corporativa debería seguir siendo satisfactoria. Sin embargo, el banco central ha subido sus tipos para resistir a las presiones inflacionistas. El déficit por cuenta corriente, aunque ha crecido, se ha mantenido dentro de unos límites razonables. La deuda extranjera del sector privado, sin embargo, ha crecido aun ritmo elevado. El incremento de los ingresos del sector público ha permitido pues al gobierno limitar el déficit fiscal y estabilizar la deuda del sector público que representa un 48% del PIB. La admisión a la zona euro sigue siendo de todas formas una perspectiva distante.

### Hungría

Calificado A3

El consumo de los hogares debería debilitarse ligeramente este año en un contexto marcado por la bajada de los ingresos disponibles y un elevado nivel



Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



de deuda de los hogares del que casi la mitad está en divisas extranjeras. El declive del gasto doméstico y los impuestos más altos debería provocar una mayor contracción de la inversión reduciendo al mismo tiempo los márgenes corporativos. Sin embargo, eso no debería aplicarse a los sectores de las exportaciones. El deterioro económico debería seguir socavando la solvencia corporativa tal y como se ha evidenciado en los últimos meses por el incremento del índice de impago de Coface. Aunque las medidas fiscales han reforzado (temporalmente) las presiones inflacionistas, deberían permitir reducir el déficit del sector público del 9,2% del PIB al 6,4% este año.

Las reservas de tipos de cambio son relativamente bajas y el forint perdió un 6% frente al euro este verano, confirmando su estado como una de las divisas más vulnerables de la región.

#### Rumanía

Calificado A4 - Mantenimiento bajo vigilancia negativa

La crisis financiera surgida este verano en Estados Unidos ha afectado especialmente a Rumanía y el leu, a diferencia de otras divisas regionales, sigue debilitándose. Un déficit por cuenta corriente difícil de sostener ha aumentado marcadamente la vulnerabilidad del país a una crisis de la divisa. El flujo entrante de inversión extranjera directa debería reducirse además ahora que se ha completado el programa de privatizaciones. El rápido crecimiento de la deuda extranjera privada y el crédito bancario, con un 50% de los créditos denominados en divisas extranjeras, podría afectar ligeramente a las empresas y hogares en caso de producirse una marcada corrección de los tipos de cambio o una crisis económica. Los desacuerdos a los más altos niveles del gobierno han ralentizado el ritmo de las reformas, incluidas las relativas a la gobernanza. La demanda doméstica sigue creciendo fuertemente mientras tanto espoleada por la relajación de la política fiscal, el incremento de los ingresos y la bajada de los tipos de interés.

#### Ucrania

Calificado "C"

Varios factores podrían obstaculizar el crecimiento en 2008, incluida la bajada del precio del acero, una nueva subida de los precios y un menor crecimiento de los ingresos reales.

A pesar de que el bajo nivel de la deuda pública limitará el riesgo país, Ucrania presenta debilidades estructurales persistentes. El ritmo de las reformas y la reestructuración del tejido productivo han sido lentos. Con unas exportaciones aún insuficientemente diversificadas, Ucrania sigue dependiendo en gran medida de Rusia en términos de comercio y energía. Un creciente déficit por cuenta corriente combinado con las incertidumbres políticas han incrementado en cierta medida el riesgo de que se produzca una corrección de los tipos de cambio con el sector privado soportando además una pesada carga de deuda en divisas. El nivel relativamente confortable de las reservas de divisas, sin embargo, limitará ese riesgo. Las rivalidades entre

Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



los líderes exacerbadas por la ambigüedad constitucional sobre la separación de poderes deberían seguir afectando a la estabilidad política.

## Turquía Calificado "B"

Una ralentización económica relativamente moderada siguió a la política monetaria restrictiva implementada en Turquía desde mayo de 2006. La industria, espoleada más por las exportaciones que por la demanda doméstica, creció un 5,2% durante el primer semestre con un crecimiento del consumo de tan sólo un 0,8%. En ese contexto, el comportamiento de pagos corporativos ha sido satisfactorio y mejor que la media mundial.

El sólido crecimiento impidió la necesaria corrección de los desequilibrios externos que serán insostenibles a largo plazo. Incluso con unos flujos entrantes de inversión extranjera directa que cubren una proporción creciente de las necesidades financieras, las grandes reservas de capital volátil – deuda a corto plazo, inversión de cartera – siguen alimentando el fantasma de que se produzca una huída de capitales que provoque el hundimiento de la lira.

Si la crisis de las subprime empeora, una mayor aversión al riesgo podría llegar a afectar ciertamente a países como Turquía, que dependen en gran medida de los mercados de capitales. Una nueva crisis de liquidez podría socavar la solvencia de ciertas empresas turcas con deuda en divisas extranjeras en el sector privado que, a diferencia del sector público, han asumido muchas más deudas en los últimos años.

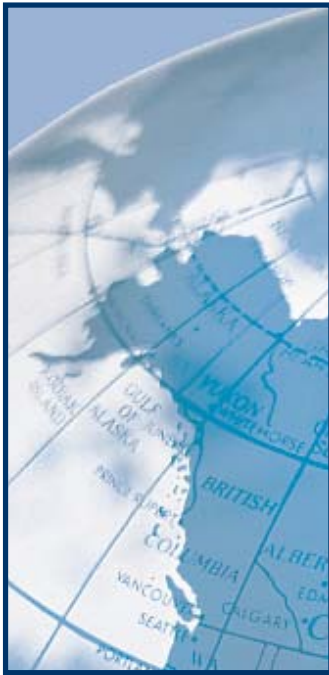
Sin embargo, las cifras fundamentales macroeconómicas han mejorado desde la crisis de 1994 y 2001. El riesgo país se ha reducido sustancialmente gracias a la rígida política fiscal implementada desde 2001. El sector bancario se ha beneficiado además de una profunda consolidación.

## Rusia Calificado "B"

La economía debería seguir siendo boyante con previsiones de crecimiento del 6,8% en 2008, impulsada por el consumo dinámico de los hogares y una buena tendencia de las inversiones. Una política fiscal más expansionista en el período previo a las elecciones debería reforzar aún más las condiciones económicas. La situación financiera exterior ha seguido siendo sólida a pesar del crecimiento de las importaciones y la ralentización de las exportaciones de productos distintos del petróleo. Rusia sigue acumulando reservas de divisas que ahora son las terceras del mundo después de China y Japón. Sin embargo, en el ámbito político, las relaciones con la Unión Europea, Estados Unidos y, especialmente, los países vecinos, son cada vez más tensas en especial en lo que a energía se refiere. No obstante, la situación nacional se ha mantenido muy estable como consecuencia de la creciente centralización del poder. El clima empresarial se ha deteriorado debido a una serie de factores: la creciente intervención del gobierno en muchos sectores, la corrupción



Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



endémica, la falta de independencia del sistema legal y la ausencia de transparencia corporativa.

## Asia

Asia sigue registrando unos resultados sólidos a pesar de la desaceleración de la demanda estadounidense y el hecho de que las economías de los países más regionales se ven impulsadas básicamente por la demanda doméstica. Incluso aunque Estados Unidos sigue siendo el principal cliente de la Asia emergente, el desarrollo del comercio intra-regional ha hecho además a Asia menos vulnerable a las fluctuaciones en las condiciones económicas de EE.UU. La tasa de crecimiento regional debería pues situarse en el 8,3% en 2008, con unas previsiones fuertemente influidas por los excelentes resultados de China y la India que representan el 55 % del PIB de la Asia emergente. La desaceleración de EE.UU. debería afectar en última instancia a las economías regionales más abiertas — Hong Kong, Singapur — y otros como Taiwán, Tailandia y Corea del Sur, que ya son menos dinámicos.

Financieramente, las grandes reservas de divisas acumuladas desde la crisis asiática constituyen en la actualidad una protección frente a los problemas externos. El gran excedente actual de la cuenta corriente y la entrada masiva de capital constituirán no obstante una potencial fuente de problemas ya que la liquidez excesiva resultante podría recalentar los mercados inmobiliario, crediticio y bursátil. Estas nuevas burbujas podrían incrementar la vulnerabilidad de la Asia emergente en caso de producirse una crisis en la confianza de los inversores. Las caídas momentáneas — como el desplome de la Bolsa el pasado mes de agosto — podrían convertirse por tanto en algo más habitual. Los resultados económicos regionales han dependido mucho además de la economía china, que ha dado unas preocupantes señales de recalentamiento y sobrecapacidad. El gobierno chino ha tomado medidas para controlar más el exceso de crecimiento y, en especial, la inversión y garantizar así un aterrizaje suave de la economía en última instancia.

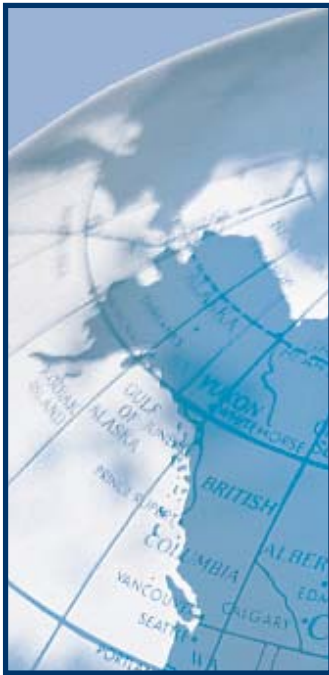
### China

Calificado A3

La economía china debería mantenerse muy boyante con un crecimiento del 10,8% previsto en 2008, impulsado sobre todo por la inversión que sigue siendo muy dinámica y el incremento de las exportaciones. Esas previsiones de crecimiento preocupan a los funcionarios del gobierno que temen que la sobrecapacidad en determinados sectores como el de los automóviles, el acero y el inmobiliario pueda dar lugar a unos márgenes aún más ajustados y por tanto a problemas financieros para las empresas, generando en última instancia una recesión deflacionista. Ese riesgo ya se ha hecho patente en los mayores retrasos de pago observados por Coface. Para evitar ese catastrófico escenario, los funcionarios han subido repetidamente los tipos de interés y las reservas bancarias obligatorias. Aunque el ritmo de apreciación del yuan probablemente sea moderado, la implementación de medidas administrativas



Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



– impuestos sobre ciertas importaciones, control de los proyectos industriales en sectores recalentados y controles cuantitativos al crédito – podría hacerse más frecuente. Por tanto, el aterrizaje suave sigue siendo el escenario más probable gracias a los esfuerzos del gobierno.

La creciente inflación observada desde comienzos de 2007 constituye otra reciente tendencia importante atribuible casi exclusivamente a la subida del precio de los alimentos con una inflación no alimentaria bastante baja. La situación financiera de China se ha ejemplificado de manera muy patente en un creciente superávit por cuenta corriente y las mayores reservas de divisas del mundo.

## Tailandia Calificado A3

La aprobación de una nueva constitución en un referéndum celebrado en agosto de 2007 supuso el primer paso de Tailandia para volver a la normalidad desde el golpe de septiembre del año anterior. El crecimiento del consumo y la inversión deberían estancarse este año a pesar de la política monetaria expansionista. Los sectores de la exportación, especialmente de productos de alta tecnología y el turismo, deberían sin embargo ser el motor de la economía puesto que la desaceleración de EE.UU. ha afectado muy poco a Tailandia, ya que sólo el 15% de sus exportaciones se dirigen a ese país.



## Indonesia Calificado "B"

Para 2008, el crecimiento debería también superar el 6% impulsado por el consumo privado dinámico y un repunte de la inversión. Unos buenos resultados de las exportaciones podría además permitir a Indonesia seguir registrando un cómodo superávit por cuenta corriente. La situación financiera ha seguido mejorando. Con una deuda del sector público a la baja y unos ratios de deuda externa que también mejoran, el país fue capaz de pagar toda su deuda al FMI. En ese contexto, la entrada de inversión extranjera directa prácticamente se duplicó en el primer semestre de 2007 en comparación con el mismo período de 2006. La inversión de cartera también creció, lo que contribuyó a hacer subir el índice bursátil un 47% el año pasado y un 30% en el primer semestre de éste. No obstante, esas entradas de capital comportan sus riesgos: la volatilidad de la inversión de cartera ha incrementando la vulnerabilidad de Indonesia a las crisis de confianza de los inversores, como la crisis de las subprime del pasado mes de julio y agosto que provocó una depreciación de la rupia del 4,1%.

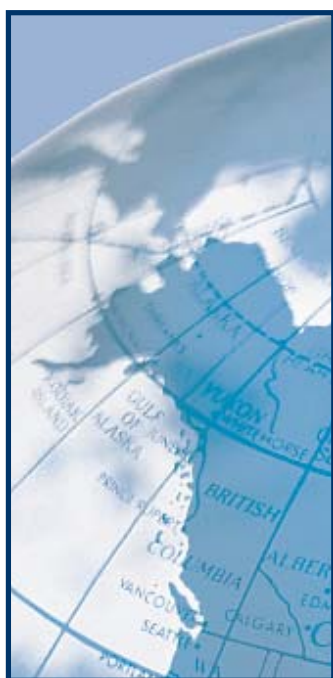


## India Calificado A3

Para el ejercicio fiscal cerrado el 31 de marzo de 2007, la India marcó un nuevo récord de crecimiento, del 9,4%. El crecimiento durante el primer tri-



Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



mestre en el ejercicio fiscal 2007/08 (de abril a junio de 2007), de un 9,3% anual, superó las expectativas pero, de todas formas, representa una ligera contracción. El índice de impagos de Coface sigue reflejando un comportamiento de pagos mejor que la media mundial aunque los retrasos han persistido en todos los sectores económicos.

En ese mismo trimestre, la demanda doméstica siguió siendo el principal motor del crecimiento del crecimiento con un repunte de la inversión en el sector privado y un consumo que siguió siendo importante. Con una economía más autónoma que la de las demás potencias emergentes, la India sigue siendo menos dependiente de las condiciones económicas internacionales y, por tanto, no debería resentirse como consecuencia de la desaceleración de EE.UU. Las señales tangibles de sobrecalentamiento (deterioro de las cuentas exteriores, burbujas del mercado inmobiliario y la Bolsa) obligará a estar alerta en un contexto financiero que se ha hecho más inestable desde el verano.

### Pakistán y Bangladesh

Calificaciones: C (Pakistán) y B (Bangladesh)

La situación política en Pakistán y Bangladesh se ha deteriorado notablemente en los últimos meses, especialmente en Pakistán. En Bangladesh, los funcionarios del gobierno se enfrentan ahora al desafío de restablecer las instituciones democráticas sin provocar un resurgir de la violencia. Sin embargo, a corto plazo, las condiciones políticas deberían tener un impacto limitado en el crecimiento, lo que ha obedecido a una dinámica relativamente independiente de los problemas políticos, respaldada por las grandes remesas de los expatriados que impulsan el consumo y los ahorros y por las exportaciones de textiles de gama baja que presentan un coste de la mano de obra incluso inferior al de China.

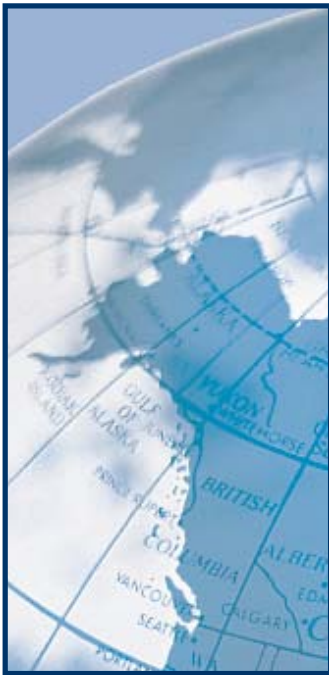


### América Latina

La crisis financiera internacional actual sólo ha afectado limitadamente a Latinoamérica, donde la mayor parte de los países se han beneficiado de la mejora de las cifras fundamentales macroeconómicas. Sin embargo, se debería producir una ligera desaceleración con un crecimiento del 4,3% en 2008 en un entorno internacional algo menos boyante, especialmente en EE.UU., mientras que la demanda doméstica seguirá haciendo una contribución decisiva. Sin embargo, una sólida demanda mundial continuada, especialmente en Asia, debería permitir consolidar las cuentas externas.

El proceso de reducción de la deuda externa está además muy encarrilado tras la adopción de unas políticas fiscales y monetarias adecuadas que han ayudado a reducir la inflación y consolidar las finanzas del sector público. Las debilidades estructurales persistentes, ejemplificadas especialmente por unas tasas de inversión inadecuadas, han socavado el potencial de crecimiento de la región. Aunque las posturas populistas siguen marcando la situación

Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



política en ciertos países andinos — Venezuela, Bolivia, Ecuador — la mayor parte de los demás países han adoptado unas agendas moderadas. El entorno institucional y empresarial dejan por lo general margen para la mejora. En ese contexto, el comportamiento de los pagos ha sido relativamente satisfactorio aunque algunos sectores puedan tener que enfrentarse a algunas dificultades, como la competencia asiática que afecta a los textiles o la continuada vulnerabilidad de la agricultura a las condiciones climáticas.

## México

Calificado A3

La actual crisis financiera internacional debería tener un impacto limitado en México, ya que su economía relativamente diversificada descansa razonablemente sobre unos cimientos sólidos. La economía debería crecer, no obstante, a un ritmo más moderado del 2,9% en 2008, debido especialmente a la desaceleración que sufre la economía estadounidense que supone un 78% de sus exportaciones, incluso aunque la demanda doméstica sigue siendo el principal motor de la economía mexicana. Sus ratios de deuda externa ya moderadas deberían rebajarse aún más y las finanzas del sector público, aunque siguen dependiendo de los ingresos por el petróleo, han mejorado.

El déficit por cuenta exterior se ampliará debido a la reducción de la producción de crudo, unas exportaciones a EE.UU. menos dinámicas y la desaceleración del volumen de las remesas de los trabajadores en el extranjero, pero la inversión extranjera directa cubrirá más de la mitad de las necesidades financieras del país. Sin embargo, las debilidades estructurales siguen obstaculizando la economía, y las reformas esenciales se enfrentan a una gran oposición política y social.

En ese contexto, el comportamiento de pagos ha seguido siendo satisfactorio, y las escasas dificultades registradas en el sector textil y lácteo se derivaron de la competencia extranjera o problemas puntuales.

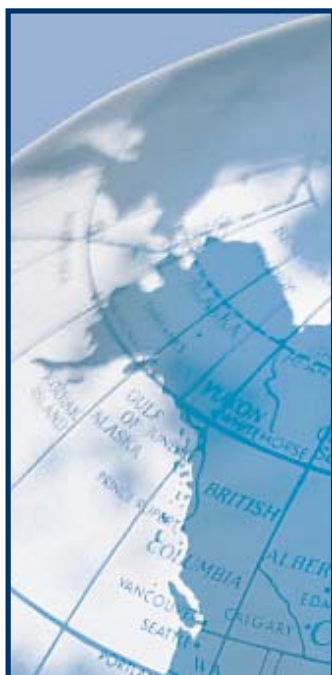
## Brasil

Calificado A4

Con una situación económica y financiera reforzada, Brasil ha demostrado una mayor capacidad para soportar la actual volatilidad de los mercados financieros internacionales. Después de lo que resultó ser un declive temporal en agosto de 2007, el real se recuperó por tanto muy bien a pesar de la relajación de las carry trades de divisas. La recuperación del crecimiento debería proseguir en 2008, y la demanda doméstica seguiría siendo el principal motor de la economía. Debido a algunas presiones inflacionistas, el Banco Central ha hecho una pausa en el ciclo de relajamiento monetario, a pesar de los altos tipos de interés. El dinamismo de algunos sectores exportadores, ha ayudado a mantener los superávits por cuenta corriente y comercial y ha provocado un marcado declive de las necesidades de financiación. La vulnerabilidad externa del país se ha reducido pues considerablemente y está previsto que se registre un aumento de las reservas de divisas. A pesar de cier-



Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



tas mejoras, la deuda del sector público sigue siendo excesiva, especialmente en un período de turbulencias financieras. Y eso ha obstaculizado la inversión y la modernización de las infraestructuras.

La solvencia corporativa ha mejorado en general en ese contexto, especialmente en sectores boyantes como las semillas usadas para la producción de combustibles, el del azúcar, la minería, la construcción, el acero, la aviación y, en menor medida, el automóvil. Algunos sectores como el farmacéutico y el de la distribución de fertilizantes, se han enfrentado no obstante a problemas particulares o la competencia extranjera, exacerbados por la fortaleza del real.

## Argentina Calificado "C"

Argentina ha sido uno de los países de Latinoamérica que más afectados se han visto por la crisis financiera internacional. El peso se depreció, obligando a las autoridades monetarias a intervenir a pesar de que la divisa se considera infravalorada, mientras que el índice bursátil tocó fondo antes de recuperarse.

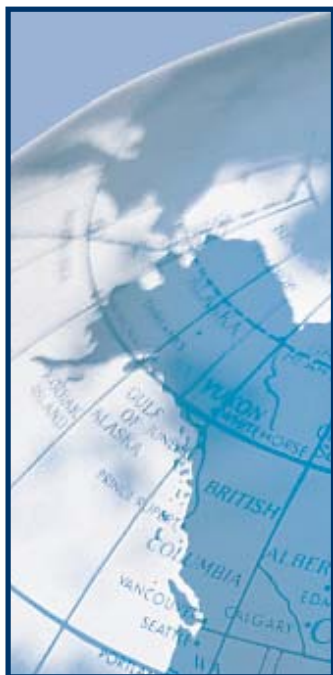
La política económica expansionista debería seguir espoleando la demanda aunque en menor medida. Aunque las exportaciones deberían crecer a un ritmo más moderado en un clima marcado en cierta medida por unos precios de las materias primas más bajos, deberían permitir a Argentina registrar un superávit por cuenta corriente de nuevo e incrementar las reservas de divisas. Como en 2007, es probable que se produzca un exceso fiscal en 2008, pero la situación financiera del sector público se reforzará resultando más difícil cubrir las necesidades financieras residuales del gobierno debido a la falta de liquidez.

La inflación ha aumentado a pesar del control de los precios y los recientes cambios en el índice, y la tasa de inflación real puede ser al menos del 15% frente al 10% de la tasa oficial. Argentina se ha resentido especialmente por una inversión insuficiente, especialmente en los sectores de la energía y el transporte, obstaculizados por un entorno empresarial inestable y una política económica intervencionista. A pesar de ese contexto, las empresas han mejorado su salud financiera y su comportamiento de pagos ha sido relativamente satisfactorio.



Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)





### Argelia

Calificado A4

Argelia presenta una situación financiera muy sólida con una reducción máxima de la deuda exterior y unas reservas de divisas que alcanzan un nivel equivalente a 3,5 meses de importaciones.

Tras unos resultados decepcionantes en 2006 como consecuencia de los trabajos de mantenimiento en la infraestructura del crudo y el gas, la economía debería retomar un crecimiento más dinámico — 4,1 en 2008 — en un clima marcado por el incremento de la producción de gas, inversión continuada del sector público dentro del Plan de Consolidación del Crecimiento y un sólido consumo de los hogares impulsado por las subidas salariales de los funcionarios públicos.

El crecimiento ha sido sólido en los sectores de la construcción, farmacéutico y alimentario. Con la perspectiva de continuación de los elevados precios del crudo, las cuentas del sector público y externas deberían seguir registrando un gran superávit. Las empresas deberían beneficiarse de un contexto general todavía boyante con pocas probabilidades de que se deteriore su comportamiento de pagos.

### Marruecos

Calificado A4



La vulnerabilidad de la economía marroquí (mayor que la prevista) a las condiciones climáticas justifica la retirada de la valoración A4 de la lista de vigilados positiva. El sector agrícola sigue teniendo una gran influencia en la volatilidad del crecimiento económico. Los compromisos pre-electorales sobre aumentos salariales y mantenimiento de las subvenciones al precio de los alimentos y la gasolina podrían afectar al gasto público en 2008. Un déficit comercial exacerbado por el coste de la energía y las importaciones de bienes de capital podrían aumentar en gran medida si la zona euro resulta menos dinámica de lo previsto.

Un sector turístico dinámico, que ha contribuido a reducir el déficit de la balanza comercial, será vulnerable a una repentina crisis en el contexto de una creciente amenaza terrorista. Un clima empresarial difícil ha contribuido mientras tanto a alargar los plazos de pago y reducir la transparencia de los procedimientos de cobros.

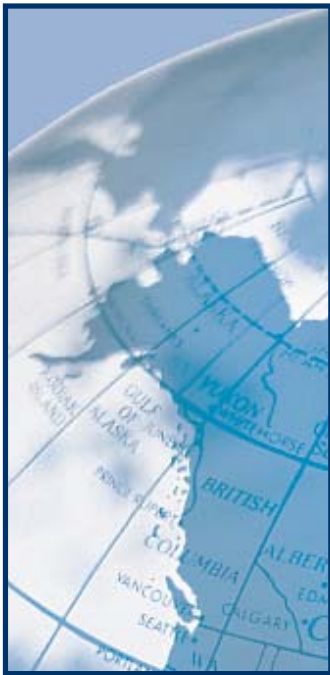
### Irán

Calificado "C"



El gasto público sigue respaldando el crecimiento acompañado de una elevada inflación que perjudica el consumo de los hogares. Las crecientes tensiones con la comunidad internacional por la cuestión nuclear combinadas con las sanciones impuestas por las Naciones Unidas seguirán socavando el clima empresarial y deteriorando la inversión. Esos factores tenderán a limitar el crecimiento económico con previsiones del 3,8% en 2008. La creciente volu-

Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



bilidad de los bancos extranjeros a la hora de tratar con Irán podría además afectar a los pagos corporativos.

La situación financiera externa no presenta ningún problema particular en esta coyuntura: la balanza por cuenta corriente debería mantenerse en una posición de superávit impulsada por los elevados precios del petróleo. Con una alta proporción de la gasolina importada, el racionamiento desde junio de 2007 debería tener un efecto positivo en la balanza comercial. Las ratios de deuda deberían además mantenerse a un nivel bajo. Las reservas de divisas deberían mantenerse pues a un nivel confortable, limitando el riesgo de crisis de liquidez. Sin embargo, las finanzas del sector público, preocupan más. No obstante las excelentes condiciones del mercado del petróleo, los déficit reflejan una política de amplia redistribución de los ingresos obtenidos por la exportación de crudo. Con un precio de la gasolina ampliamente subvencionado, las medidas de racionamiento deberían facilitar una mejor asignación de recursos.

La política fiscal expansionista ha limitado la capacidad de ahorrar ingresos obtenidos con el crudo e incrementó la vulnerabilidad de la economía a una bajada del precio del petróleo. Los esfuerzos vinculados a las reformas estructurales necesarias para consolidar las cuentas del gobierno, diversificar la economía y atraer nueva inversión extranjera, se han estacando, y sus perspectivas de futuro parecen malas en esta coyuntura a la luz de las incertidumbres políticas.

Las opciones de política exterior y económica del gobierno han sido objeto de numerosas críticas. El incremento de los precios, el elevado desempleo continuado y el racionamiento de la gasolina, han espoleado el descontento social a pesar de las medidas sociales. En este contexto, los ultraconservadores podrían perder fuerza en las elecciones parlamentarias de 2008. Pero las incertidumbres vinculadas al programa nuclear deberían seguir siendo el principal riesgo.

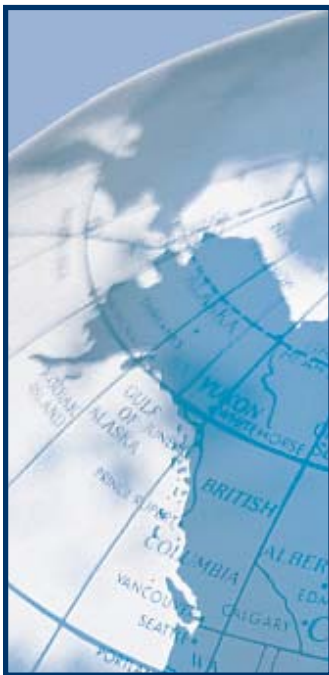
## Israel Calificado A4

Las confrontaciones de Israel con la guerrilla libanesa de Hezbollah durante el verano pasado han tenido un efecto relativamente limitado en el crecimiento respaldado por unas sólidas cifras fundamentales con un economía abierta y diversificada que destaca en los sectores de alto valor añadido. La economía se ha mantenido boyante a pesar de la desaceleración de las exportaciones atribuible a la apreciación del shekel frente al dólar y la debilitada demanda estadounidense. La demanda privada creció al bajar el desempleo y los tipos de interés y será el principal motor del crecimiento. En este contexto, el índice de impagos de Coface se ha mantenido a unos niveles muy satisfactorios por debajo de la media mundial.

La situación financiera externa sigue siendo buena con un riesgo de crisis de la liquidez de las divisas en unos niveles asumibles gracias a unas fuentes relativamente estables de financiación externa. La reducción de la deuda del sector público, que sigue suponiendo una importante limitación fiscal,



Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



dependerá de la capacidad del gobierno para desarrollar su rígida política fiscal y limitar el incremento del gasto militar.

En el ámbito político, la coalición del gobierno sigue siendo débil, aunque un cambio de gobierno probablemente pondría en riesgo las opciones políticas actuales. La inseguridad y las crecientes tensiones geopolíticas de la región socavan el presupuesto y el potencial de desarrollo del país.

## África Subsahariana

El crecimiento económico en el África sub-sahariana debería alcanzar 6,1% en 2008, incluso por encima del excepcional 4,5% de crecimiento medio registrado de 2000 a 2006. Ese dinamismo puede atribuirse principalmente a unos precios del crudo boyantes que han beneficiado especialmente a los países exportadores como Angola y Guinea Ecuatorial, capaces de incrementar su capacidad de producción. En general, la región se ha beneficiado de la solidez de los precios de las materias primas, especialmente los minerales y los metales, respaldados por la demanda de China y de la India. En ese contexto, la ligera desaceleración de la demanda estadounidense no tendrá un impacto significativo.

La solidez de los precios de las materias primas y la ayuda para pagar la deuda concedida a los países pobres con una elevada deuda dentro de los programas HIPC y MDRI generó una gran mejora de las ratios financieras. Sin embargo, la sostenibilidad de ese progreso sigue siendo incierta a la luz de las muchas debilidades estructurales que persisten en la región, incluido un tejido productivo insuficientemente diversificado que hacen que el continente resulte vulnerable a una bajada en los precios de las materias primas, el peso económico de la agricultura que genera vulnerabilidad a las condiciones climáticas, una infraestructura de transporte y energía inadecuada que socava los esfuerzos para mejorar la productividad, una elevada tasa de pobreza que impide el desarrollo del capital humano y un entorno empresarial complicado que obstaculiza la entrada de inversión extranjera directa. Además, el riesgo político sigue siendo elevado y existen numerosas incertidumbres domésticas y sub-regionales que pueden comprometer unas perspectivas más brillantes en Costa de Marfil, por ejemplo.

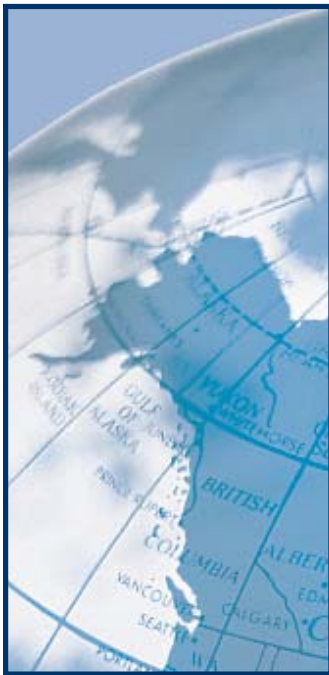
### Sudáfrica

Calificado A3

El crecimiento económico debería seguir siendo sólido a corto plazo, de un 4,8% este año, impulsado por una fuerte demanda doméstica y un incremento de la inversión.

El comportamiento de pagos ha sido muy bueno en Sudáfrica con un índice de incidencias de pagos muy bajo y un número limitado de retrasos. Sin embargo, la economía ha dado signos de sobrecalentamiento debido a un comportamiento inadecuado de la infraestructura del transporte y la energía. Y una

Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)



severa falta de mano de obra especializada ha obstaculizado la implementación de los vastos programas de inversiones emprendidos por el gobierno.

El deterioro del déficit por cuenta corriente (5,8% en 2007), combinado con un incremento de las importaciones de bienes de capital ha aumentado la vulnerabilidad de Sudáfrica a las crisis de confianza en el mercado. En esta coyuntura no parece muy probable que se produzca un incremento de la inversión extranjera directa suficiente para cubrir las necesidades financieras. La gran credibilidad del banco central, que ha estado trabajando para situar la inflación dentro de los límites objetivo (del 3 al 6%), debería no obstante limitar la volatilidad de los tipos de cambio. Existirán unos riesgos limitados de inestabilidad política. Sin embargo, los riesgos sociales exacerbados por la frustración de grandes estratos de la población que no se benefician de los frutos del crecimiento económico siguen siendo importantes.

## Nigeria

Calificado "D"

La producción de crudo nigeriana debería mantenerse este año, como en 2007, en un nivel del 60% de su potencial debido a la persistencia de las tensiones en el delta del Níger. En 2008 el crecimiento económico podría aumentar hasta el 7,5% gracias a la puesta en marcha de plataformas petrolíferas y al dinamismo continuado del sector agrícola. La rigurosa política monetaria del banco central y una buena cosecha deberían posibilitar además mantener una inflación de un sólo dígito.

Nigeria sigue registrado superávit en su sector público y su cuenta exterior. La cancelación de \$18.000 millones por parte del Club de París en octubre de 2005 y el pago de la deuda residual en petrodólares mejoró significativamente las ratios financieras del país. Sin embargo, Nigeria registra unos inquietantemente grandes déficit público y por cuenta corriente, del 45% y el 36%, respectivamente, del PIB de 2007, lo que resulta indicativo de un tejido productivo insuficientemente diversificado.

Nigeria sigue sufriendo una profunda inestabilidad nacional. La gobernanza, y especialmente la corrupción, siguen siendo problemas acuciantes, y la capacidad del nuevo presidente, con una autoridad discutida, para pacificar el delta del Níger sigue siendo muy incierta.



Para más información sobre nuestro **Panorama del Riesgo de Impago** puede contactar con nosotros en el teléfono 902 010 112 o a través de la dirección de email: [coface\\_iberica@coface.com](mailto:coface_iberica@coface.com)