

# PUBLICACIONES ECONÓMICAS COFACE

**BARÓMETRO** DE RIESGOS PAÍS Y SECTORIAL - Q3 2022



Por el equipo de  
Economic Research  
de Coface

## Un escalofrío en la economía global

**A** medida que el otoño se acerca en el hemisferio norte, los cielos se oscurecen sobre la economía mundial. Más allá de las repercusiones de la guerra en Ucrania, que destacamos en nuestro último barómetro, el endurecimiento monetario mundial y las múltiples limitaciones del crecimiento chino dibujan un panorama, cuando menos, sombrío. A corto plazo, la economía parece instalarse en un régimen de "estanflación", en el que coexisten un crecimiento casi nulo y un rápido aumento de los precios. Mientras tanto, la posibilidad de una recesión mundial es cada vez más clara. Las revisiones generales a la baja de nuestras previsiones de crecimiento del PIB de este trimestre reflejan esto. Nuestros cambios de evaluación también son coherentes con esta lógica y con las numerosas rebajas realizadas el pasado trimestre. Coface ha rebajado la calificación de ocho países (Italia, Dinamarca, Suiza, Chipre, Luxemburgo, Malta, Egipto y Chile), después de 19 en el segundo trimestre. Las 49 rebajas de la evaluación del riesgo sectorial ponen de manifiesto el claro deterioro de las condiciones en los sectores sensibles al ciclo económico (construcción, metales y madera).

Sobre Europa, más que sobre cualquier otro lugar, las nubes son particularmente amenazantes. Tras el cierre total del gasoducto Nord Stream a principios de septiembre, la crisis energética provocada por la invasión rusa de Ucrania se intensifica. Por lo tanto, el Viejo Continente se prepara para una sobriedad "impuesta", ya que la Unión Europea ha acordado finalmente un plan para reducir el consumo de gas, mientras que algunas industrias han anunciado que reducirán su producción para hacer frente a la subida de los costes energéticos. Mientras la región se prepara para envolverse en su ropa de invierno, parece inevitable que tenga que racionar su consumo de energía, especialmente de gas natural y electricidad. Alemania, primera potencia industrial del continente, estará en primera línea de esta crisis.

Concomitantemente, las presiones inflacionistas, exacerbadas por la guerra, muestran pocos indicios de disminuir. Los principales bancos centrales, encabezados por la Reserva Federal de Estados Unidos (Fed), mantienen una actitud decididamente agresiva para contener la inflación. Romper con el entorno de bajas tasas de interés que prevaleció tras la crisis financiera mundial (2008-2009), especialmente en las economías avanzadas, la mayoría de ellas (Estados Unidos, Canadá, Europa, Reino Unido, Australia, etc.) ya han vuelto a niveles de tasas de interés clave no vistos en la última década. Lejos de desanimarse por los crecientes signos de desaceleración de la actividad,

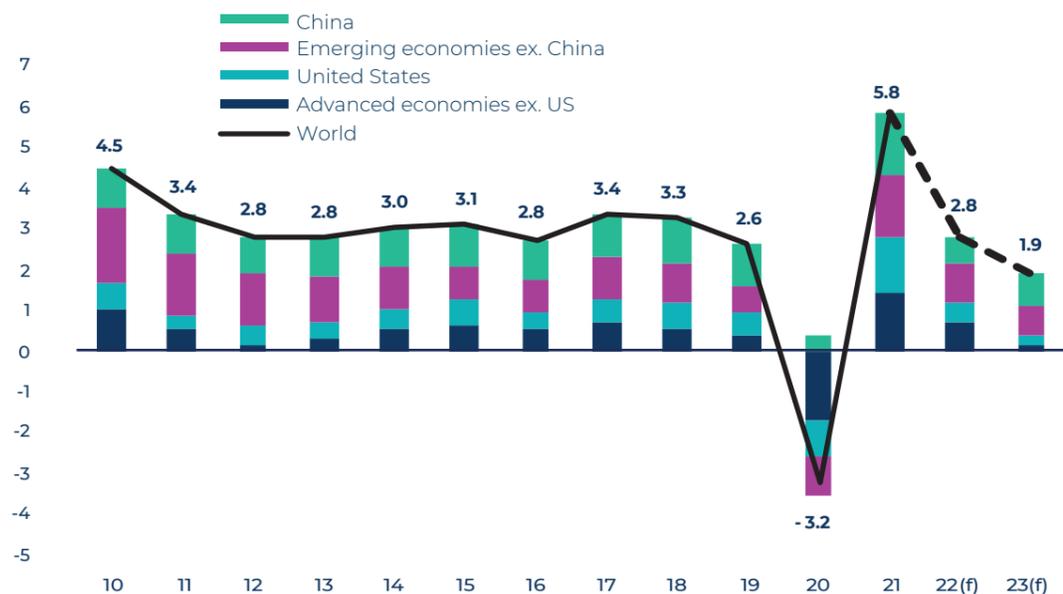
TODAS LAS DEMÁS PUBLICACIONES ECONÓMICAS DE COFACE ESTÁN DISPONIBLES EN:

[www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks](http://www.coface.com/Economic-Studies-and-Country-Risks)

**coface**  
FOR TRADE



Gráfico 1:  
Crecimiento del PIB mundial (promedio anual, %)



Fuentes: IMF, institutos nacionales de estadísticas, Refinitiv Datastream, previsiones de Coface

incluso están intensificando sus esfuerzos para frenar la inflación. En el banquillo de los acusados — a veces erróneamente — por haber dejado salir al genio de la inflación de la lámpara, los bancos centrales corren ahora el riesgo de arrastrar a la economía mundial a una importante desaceleración o incluso a una recesión. Esto es especialmente grave en el caso de la Fed, cuya agresividad está provocando un mayor endurecimiento monetario en otros países — sobre todo emergentes — para frenar la depreciación de sus monedas frente al dólar (una "guerra de divisas" inversa). Este endurecimiento de las condiciones monetarias y financieras mundiales, si continúa al ritmo actual, amenazaría obviamente el crecimiento mundial y la estabilidad financiera.

A este panorama, ya de por sí sombrío, se suman las dificultades de la economía china: la crisis inmobiliaria sigue latente y la política de "cero covid" sigue penalizando la actividad interna, con repercusiones en las cadenas de suministro de Asia, Europa, América y África. Aunque se especula con la posibilidad de que esta política se flexibilice tras el Congreso del Partido Comunista de China del

Congreso del Partido Comunista de China del 16 de octubre, la situación sanitaria (baja inmunidad) y la llegada del invierno no exigen una flexibilización inmediata.

Aunque las fuentes de riesgo e incertidumbre son incalculables, las nuevas perturbaciones políticas podrían sumarse a ellas. En primer lugar, el nuevo panorama geopolítico abierto por las acciones de Rusia podría reavivar los riesgos en otros focos mundiales. Además, la presión de los precios, sobre todo de los productos de primera necesidad, sigue alimentando las frustraciones, que se suman a las generadas por la crisis económica y sanitaria desencadenada hace casi tres años por la pandemia. Como cada año en el tercer trimestre, Coface comparte los resultados de la actualización de su índice de fragilidad social y política en este estudio. Aunque el índice ha disminuido con respecto al nivel récord del año pasado, sigue sugiriendo un entorno de alto riesgo. Aunque el foco de atención se desplaza naturalmente hacia los riesgos de disturbios en los países emergentes, no se espera que las economías avanzadas se libren de este recrudecimiento de las tensiones sociales.

1 Barómetro Coface: ¿Una recesión para evitar la estanflación? La economía mundial en una encrucijada. 21 de junio de 2022. URL: <https://www.coface.com/News-Publications/Publications/Country-Sector-Risk-Barometer-Q2-2022>

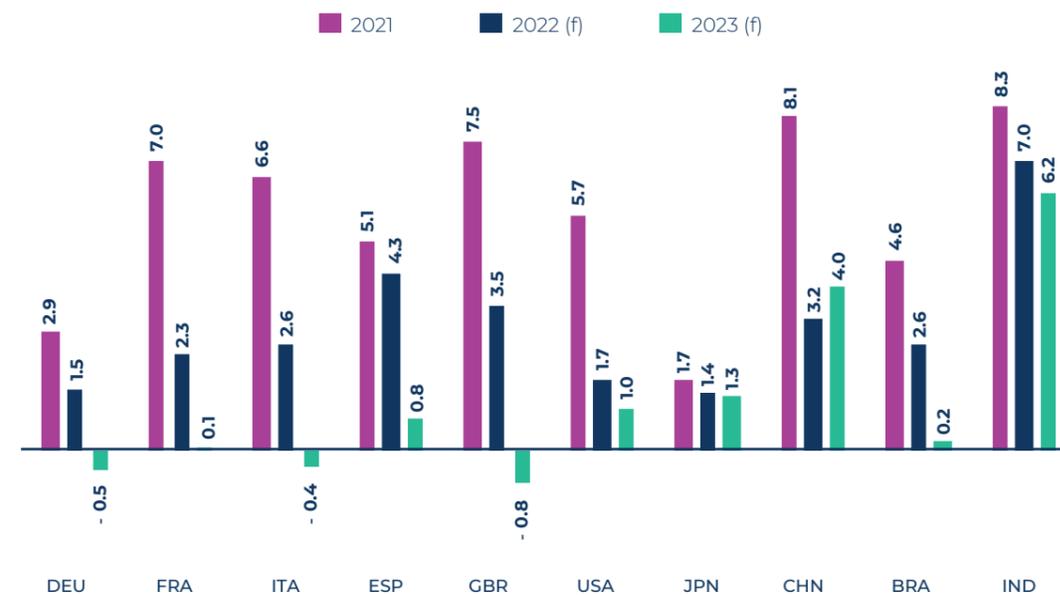
### El invierno (y la recesión) se acerca en Europa

La mayoría de los riesgos mencionados en nuestro anterior Barómetro se han materializado: la intensificación de la crisis energética en Europa (interrupción de los flujos), la persistencia de la inflación y el agresivo endurecimiento monetario en todo el mundo. En este contexto, hemos revisado significativamente a la baja nuestra previsión de crecimiento mundial para 2023 (Gráfico 1). Como en 2001, 2008, 2009 y 2020, el crecimiento mundial será inferior al 2%. Aunque hemos rebajado nuestras previsiones de crecimiento en todas las regiones del mundo, Europa es sin duda la que más ha ensombrecido sus perspectivas durante el verano. Así, parece inevitable una recesión en todas las grandes economías europeas este invierno, y la mayoría de ellas registrarán incluso un crecimiento negativo para el conjunto del año (Gráfico 2).

El posible repunte en la segunda mitad del año, si se produjera, sería insuficiente para compensar la caída de la actividad provocada este invierno por la crisis energética. Tras una reducción gradual de la actividad provocada

este invierno por la crisis energética. Tras una reducción gradual de los flujos y varias interrupciones temporales, el cierre del gasoducto Nord Stream 1 el 31 de agosto confirmó el escenario de una drástica reducción del suministro de gas ruso a Europa este invierno. Los incidentes (sabotaje) del 26 de septiembre sugieren que estos flujos probablemente nunca se restablecerán, al menos no en un futuro próximo. Además, con la escalada del conflicto y el creciente distanciamiento entre Rusia y los países occidentales, la reanudación de los flujos de gas ruso hacia Europa en los próximos meses es cada vez más improbable, por lo que es probable que las dificultades de suministro energético y las consiguientes presiones sobre los precios continúen a lo largo de 2023. Así, aunque los precios del gas han retrocedido desde los más de 300 euros por MWh de finales de agosto, siguen en niveles extraordinariamente altos, casi diez veces más caros que en los inviernos anteriores a la pandemia. Además, aunque los países europeos han conseguido alcanzar sus objetivos de almacenamiento de gas antes del invierno pagando un alto precio por las

Chart 2:  
Crecimiento del PIB (países seleccionados, promedio anual, %)



Fuentes: IMF, institutos nacionales de estadísticas, Refinitiv Datastream, previsiones de Coface



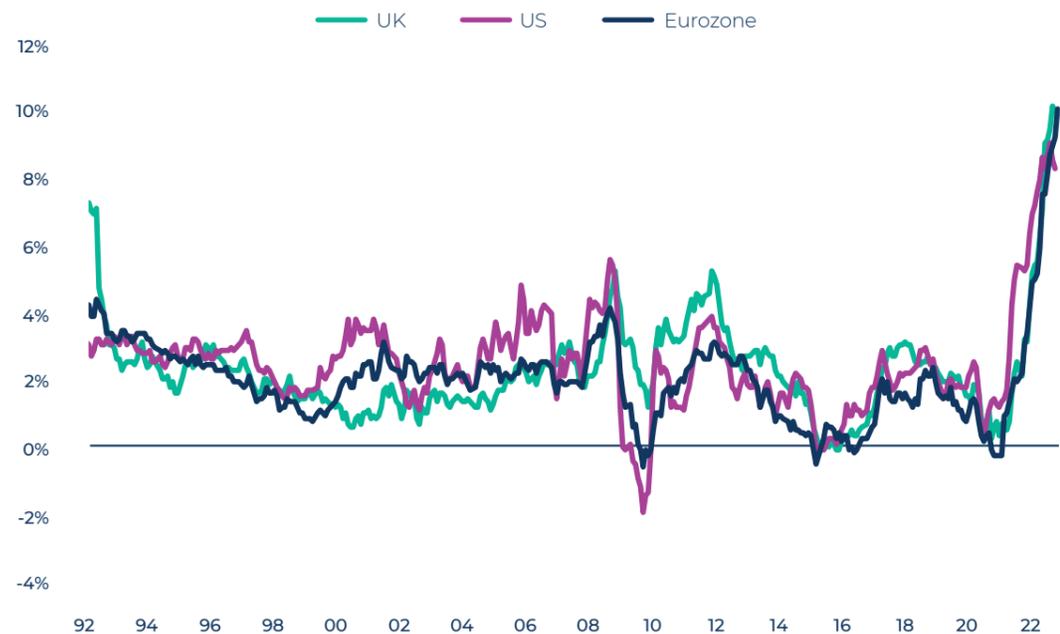
importaciones de GNL (gas natural licuado), con un índice de llenado de alrededor del 90 % a principios de octubre, estas representan solo una fracción de su consumo de invierno, hasta el punto de que la gran mayoría de los países de la UE se han comprometido a ahorrar el 15 % de su consumo de gas, un esfuerzo que correrá a cargo en gran medida de las empresas, ya que la legislación europea protege a las personas. Ya sea en forma de reducción "voluntaria" (suspensión de actividades que han dejado de ser rentables por el coste de la energía) o de racionamiento forzoso decretado por los gobiernos, el descenso del consumo de energía se traducirá necesariamente en una menor producción y en una disminución del PIB, cuya magnitud dependerá en gran medida de la gravedad del invierno.

En consecuencia, la mayoría de nuestras rebajas de riesgo país de este trimestre vuelven a referirse a las economías europeas. Después de 16 rebajas en el trimestre anterior, ahora rebajamos la calificación de otros seis países, incluidos

tres de los cuatro en los que el riesgo se consideraba todavía muy bajo: Dinamarca, Suiza y Luxemburgo, cuyas calificaciones se rebajan de A1 a A2. Dada la magnitud del choque que se avecina, solo Noruega, un productor de gas, sigue estando en condiciones de disfrutar de la mejor evaluación del riesgo.

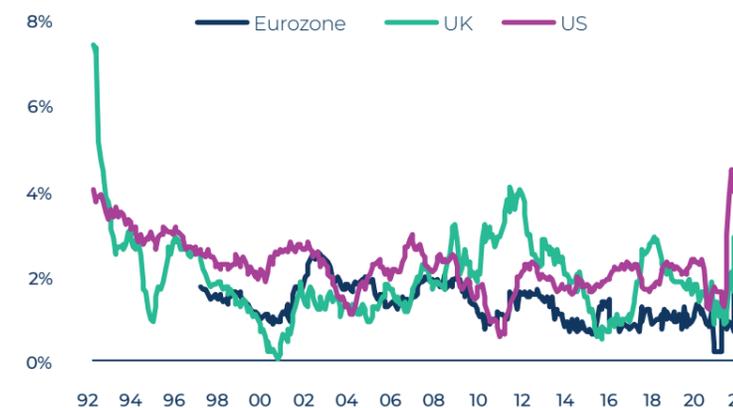
Aunque la magnitud del ahorro energético necesario dependerá en gran medida de la climatología, es probable que la crisis energética siga estando a la orden del día, ya que las economías europeas se enfrentan al desafío de reponer su capacidad de almacenamiento antes del invierno de 2023-2024. Dado que, a diferencia de la primavera pasada, se espera que los flujos de gas ruso sigan siendo muy bajos, lo más probable es que los países europeos se vean obligados a comprar de nuevo cantidades importantes de GNL a precios elevados, lo que agravará las presiones sobre el precio del gas. Ante la perspectiva de unos precios de la energía persistentemente elevados a nivel mundial, casi la mitad de nuestras 49 rebajas de la evaluación del riesgo sectorial de este trimestre se refieren de nuevo a industrias de

Gráfico 3 – Tasa de inflación



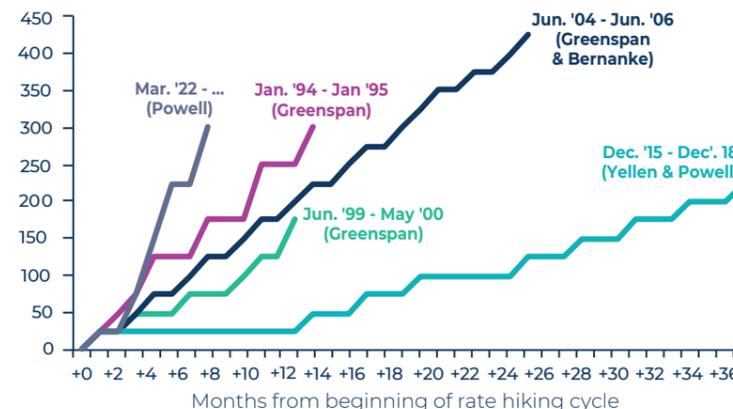
Fuentes: Refinitiv Datastream, Coface

Gráfico 4: Inflación subyacente



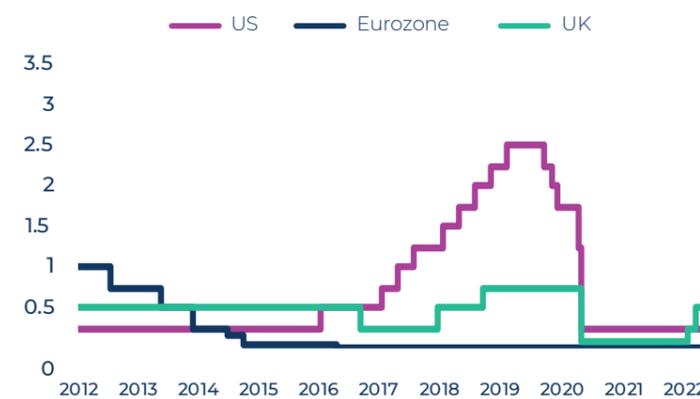
Fuentes: Refinitiv Datastream, Coface

Gráfico 5: Estados Unidos: Variación acumulada del tipo de tasa objetivo de los Fondos de la Fed en los últimos ciclos de subidas de tasas (en puntos básicos)



Fuentes: Reserva Federal, Refinitiv Datastream, Coface

Gráfico 6: Tasas de interés clave (en %)



Fuentes: Refinitiv Datastream, Coface

gran consumo energético, como la química, el papel y los metales. Sin embargo, a diferencia del trimestre anterior, en el que la mayoría de estas rebajas se produjeron en Europa, esta vez también rebajamos estos sectores en la mayoría de las economías asiáticas y, por ejemplo, también en Sudáfrica.

Los bancos centrales intensifican la lucha contra la inflación persistente

Los últimos meses también han confirmado la materialización del riesgo de una inflación persistentemente elevada y, sobre todo, cada vez más generalizada en las economías avanzadas y emergentes. En septiembre, la inflación anual alcanzó el 10 % en la Eurozona, el mismo nivel que en el Reino Unido en agosto (Gráfico 3). Aunque la inflación en EE. UU. — donde las presiones inflacionistas surgieron unos meses antes — probablemente alcanzó su punto máximo en junio (el 9,1 %), todavía estaba por encima del 8 % en agosto. Y lo que es más importante, la inflación subyacente, que excluye los componentes volátiles (energía y alimentos frescos), volvió a aumentar en agosto hasta el 6,3 %, señal de su tenacidad y difusión al conjunto de la economía (Gráfico 4).

En este contexto, la Fed ha endurecido rápidamente su política monetaria, con tres aumentos de 75 puntos básicos (bps) del tipo de los fondos de la Fed desde junio, un endurecimiento mucho más acusado que en anteriores ciclos de normalización monetaria (Gráfico 5). A medida que las presiones inflacionistas se intensifican, se espera que la Fed siga subiendo las tasas en los próximos meses, hasta el 4,50 % a finales de año, es decir, un aumento de 125 puntos básicos en las dos últimas reuniones de 2022.

Así, el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco Central Europeo (ECB) también se ven obligados a subir sus tasas clave a un ritmo mucho más rápido de lo previsto, debido a la aceleración de la inflación subyacente, pero también para limitar la depreciación de la libra esterlina y el euro frente al dólar, que alimenta la inflación importada. Por otra parte, además del diferencial de tasas de interés observado o previsto con el dólar estadounidense (Gráfico 6), estas monedas se ven arrastradas por las expectativas de una inminente recesión en Europa y por el considerable aumento de los



**Gráfico 7:** Balanza comercial (miles de millones de euros y libras esterlinas)



Fuentes: Eurostat, ONS, Refinitiv Datastream, Coface

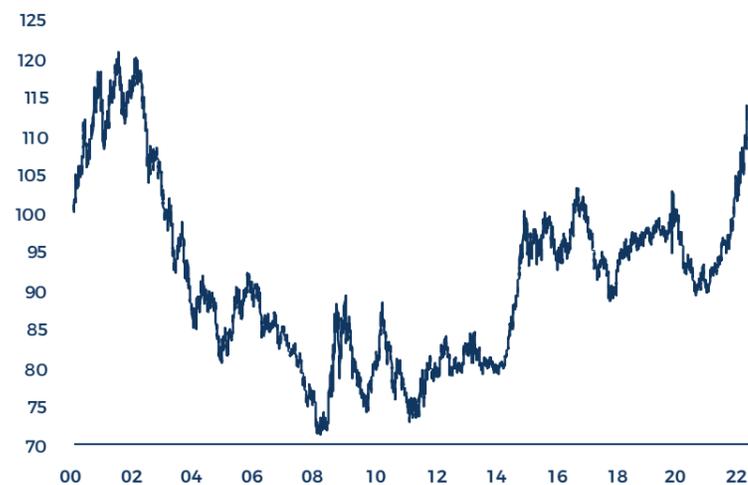
déficits comerciales del Reino Unido y de la eurozona este año, debido, en particular, al aumento de su factura energética **(Gráfico 7)**.

Las consecuencias del endurecimiento monetario de la Fed no se limitan a Europa, ya que el dólar se ha apreciado significativamente frente a todas las demás monedas en los últimos 12 meses **(Gráfico 8)**. Además, como es habitual cuando la Fed sube las tasas de interés, la gran mayoría de los bancos centrales de los países emergentes

se han visto obligados a hacer lo mismo para limitar la fuga de capitales y la consiguiente depreciación de sus monedas **(Gráfico 9)**, y evitar así alimentar aún más las crecientes presiones inflacionistas derivadas de los precios de las materias primas. En las últimas semanas, los bancos centrales de Tailandia, Indonesia y Marruecos han decidido finalmente empezar a aumentar sus tasas de interés. Mientras tanto, las autoridades monetarias de economías emergentes como India, México, Sudáfrica, Nigeria y Polonia han seguido endureciendo su política monetaria. Una notable excepción fue el banco central de Brasil, que en su reunión de política de septiembre decidió no subir su tipo de tasa de interés por primera vez desde marzo de 2021. Sin embargo, esta pausa se produce después de un rápido y temprano endurecimiento monetario (del 2 % al 13,75 % actual), que ha permitido que el real brasileño sea una de las pocas monedas que se han apreciado (ligeramente) frente al dólar en 2022.

Además, como se mencionaba en el anterior Barómetro, tres bancos centrales emergentes siguen aplicando políticas monetarias a contracorriente: Rusia, Turquía y China. Las autoridades monetarias chinas bajaron en agosto varios de sus tasas de interés de referencia para apoyar la actividad ante la confirmación de una fuerte desaceleración de la economía. Este último sigue afectado por la estrategia de "cero covid", la crisis del sector inmobiliario y la grave sequía registrada este verano. Se espera que las dificultades

**Gráfico 8:** Tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense (DXY)



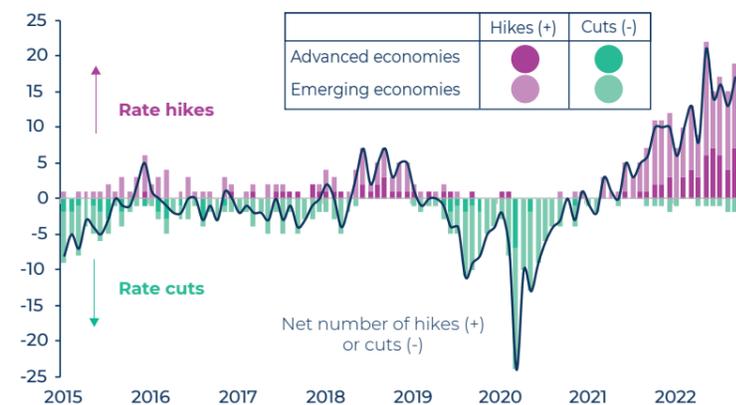
Fuentes: Refinitiv Datastream, Coface

relacionadas con los dos primeros factores persistan en los próximos meses. Dada la situación sanitaria, parece que disminuye la posibilidad de que se produzca un cambio de enfoque tras el XX Congreso del Partido Comunista de China (CCP) del 16 de octubre, en el que se espera que se consolide el dominio político de Xi Jinping como líder. Al mismo tiempo, debería continuar el

desinflamiento de la burbuja inmobiliaria. Dado que se estima que el sector inmobiliario representa alrededor del 30 % del PIB, los problemas del sector se traducirán en un crecimiento del PIB muy inferior al de las últimas décadas en 2022 (el 3,2 %) y 2023 (el 4,0 %). Como motor de la actividad económica mundial durante los últimos veinte años, el crecimiento chino contribuirá, por lo tanto, a la fuerte desaceleración mundial.

En este entorno especialmente adverso de endurecimiento monetario generalizado, las perspectivas del sector de la construcción mundial son claramente negativas. Así, tras dispararse a principios de marzo de 2022, los precios de los metales industriales y de la madera no han dejado de bajar desde entonces, registrando finalmente descensos del 20 % y del 60 % respectivamente desde principios de año **(Gráfico 10)**. Aunque los precios de los metales industriales siguen estando por encima de sus niveles de 2019, este sector, que hace un uso intensivo de la energía, se enfrenta a un descenso de la actividad y a un aumento de los costes. Por lo tanto, hemos rebajado de A3 a A4 la evaluación de Chile, en donde el cobre (cuyo precio cayó un 30 % respecto a principios de marzo) representa más de la mitad de sus exportaciones. Además, hemos rebajado los sectores de los metales y la madera en varios países de Europa, Asia, Norteamérica y Sudamérica.

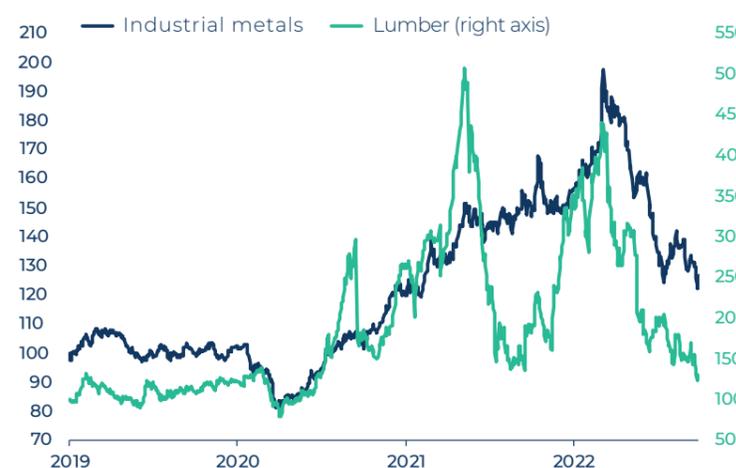
**Gráfico 9:** - Número de subidas/rebajas de tasas clave por parte de los principales bancos centrales



**Advanced economies:** Australia, Canada, Czech Republic, Japan, New Zealand, Norway, Sweden, Switzerland, United Kingdom, United States, European countries under the ECB jurisdiction.  
**Emerging economies:** Brazil, Chile, China, Colombia, Croatia, Egypt, Ghana, Hungary, India, Indonesia, Malaysia, Mexico, Nigeria, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Romania, Russia, South Africa, Thailand, Turkey

Fuentes: Bancos centrales nacionales, FMI, Refinitiv Datastream, Coface

**Gráfico 10:** Precios de los metales industriales y de la madera (100 = 1 de enero de 2019)



Sources: Refinitiv Datastream, Coface

**¡Peligro! Objetivos contradictorios entre las políticas fiscal y monetaria**

Aunque los bancos centrales están decididos a luchar contra la inflación con "lo que sea necesario", muchos se enfrentan a un conflicto de objetivos con la política fiscal de su país/región. Los gobiernos nacionales, ansiosos por limitar (o incluso evitar) la contracción de la actividad, han multiplicado de hecho las medidas en los últimos meses para apoyar el poder adquisitivo de los hogares y la tesorería de las empresas. En ausencia de una caída de la demanda (de los hogares), esta configuración no permite una disminución significativa de las presiones inflacionistas, sobre todo porque las limitaciones de la oferta son bien tangibles (cierre de numerosos centros de producción), lo que



obliga a los bancos centrales a aplicar políticas monetarias aún más restrictivas. El resultado será un cóctel potencialmente explosivo para las finanzas públicas: un aumento del déficit público y un incremento de los costes de financiación, en un contexto en el que la deuda pública ha aumentado considerablemente durante la pandemia, tanto en las economías emergentes como en las avanzadas. Las turbulencias experimentadas por la economía británica a finales de septiembre ilustran los riesgos derivados del conflicto de objetivos entre las políticas monetaria y fiscal. El anuncio por parte del gobierno de la nueva Primera Ministra, Liz Truss, de una limitación del precio de la energía hasta 2024 (coste: 60 mil millones de libras esterlinas durante 6 meses) y, sobre todo, de los mayores recortes fiscales desde 1972 (45 mil millones de libras esterlinas hasta 2026) provocaron el desplome de la libra esterlina y el aumento de las tasas de interés de la deuda británica. Aunque la limitación del precio de la energía debería reducir la inflación a corto plazo, la magnitud de este apoyo fiscal alimentará inevitablemente la inflación a medio plazo, obligando al Banco de Inglaterra a aplicar una política monetaria aún más agresiva.

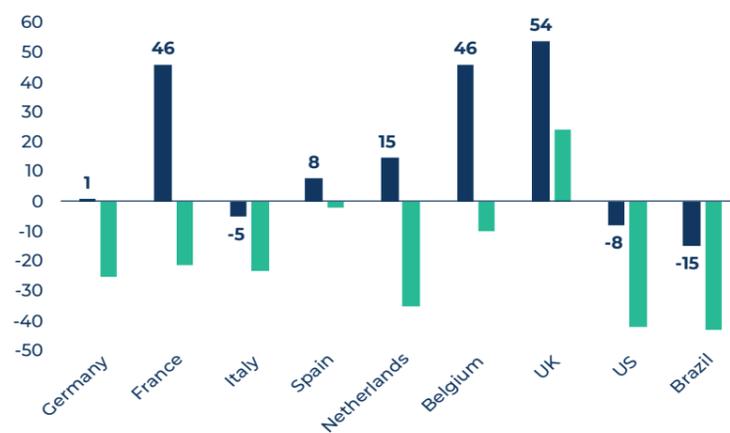
El aumento del déficit público en esta configuración de inflación y tasas de interés elevadas parece tanto más problemático cuanto que una parte importante de la deuda

británica está indexada a la inflación (más del 20 %) o a la tasa de política del BoE (el 30 % del total, tras el programa de compra masiva de activos realizado durante la pandemia). Para calmar a los mercados, el BoE no tuvo más remedio que reanudar la compra de bonos del Estado y aplazar la venta de deuda pública para reducir su balance hasta el 1 de noviembre. Unos días más tarde, bajo la presión de sus diputados, el Gobierno se vio obligado a dar marcha atrás en una de las reducciones de impuestos. Aunque estos anuncios han calmado temporalmente a los mercados, la presión será fuerte para que el BoE suba drásticamente su tasa clave en su próxima reunión a principios de noviembre, con el fin de convencerlos de que sigue decidido a luchar contra la inflación. Actualmente, los mercados esperan un aumento de entre 100 y 150 puntos básicos, es decir, entre dos y tres veces el tipo decidido en septiembre.

Una vez más, las medidas que los gobiernos ya han tomado o tomarán tienen una influencia considerable en la evolución de las insolvencias empresariales. En 2022, es probable que solo el Reino Unido registre un nivel muy alto de insolvencias (Gráfico 11) debido a la ausencia de medidas de apoyo durante la mayor parte del año. En Bélgica y España (donde las insolvencias han repuntado desde el tercer trimestre de 2020), deberían estar cerca de sus niveles anteriores a la crisis. Por el contrario, en las demás economías principales, el número de insolvencias debería seguir siendo limitado en el conjunto del año, a pesar de un repunte en el último trimestre.

Aunque el margen de maniobra fiscal es menor que durante la pandemia, no se puede descartar un escenario de mayor divergencia entre la macroeconomía (desaceleración significativa, o incluso recesión en algunos países) y la microeconomía (aumento limitado de las insolvencias empresariales) para 2023. En ese caso, el ajuste necesario a medio plazo para corregir los desequilibrios macroeconómicos resultantes sería aún mayor.

Gráfico 11:  
Variación de las insolvencias empresariales en 2022  
■ vs 2021 ■ vs 2019



Fuentes: Fuentes nacionales, previsiones de Coface

## El malestar social aumentará a medida que aumenten las presiones socioeconómicas

Ya en marzo de 2022, en los días posteriores a la invasión rusa de Ucrania, Coface advirtió de la posibilidad de que aumentaran los riesgos sociales asociados a la subida de los precios de los productos de primera necesidad, encabezados por los alimentos y la energía. Desde entonces, las presiones inflacionistas se han intensificado y el descontento popular por el aumento del coste de la vida ya empieza a manifestarse en las calles de todo el mundo, desde Bangladesh a Haití, desde el Reino Unido a Ghana. El riesgo político en sus diversas formas — populismo creciente, malestar social, conflicto, terrorismo, proteccionismo — ha sido un tema recurrente en las noticias durante varios años. Además, la pandemia de covid-19, y su impacto humano (más de 6,5

miles de millones de muertes entre febrero de 2020 y septiembre de 2022) y económico, ha abierto una nueva página para el riesgo político, y el riesgo de los movimientos sociales en particular.

El año pasado advertimos que los agravios relacionados con la crisis económica y sanitaria podrían amplificar las frustraciones heredadas del periodo anterior a la covid-19 y generar nuevos focos de tensión. A la luz de la multiplicación de los movimientos sociales ya observada en los últimos meses, el deterioro de las perspectivas descrito anteriormente sugiere que el riesgo de disturbios sociales seguirá siendo alto en los próximos meses.

Para evaluar el riesgo político, Coface cuenta con un índice, lanzado en marzo de 2017 y actualizado anualmente (véase el Cuadro). En la edición de 2022 de nuestro indicador, la

### Cuadro 1:

#### MODELO DE RIESGO POLÍTICO DE COFACE

El modelo de riesgo político de Coface es un indicador sintético del riesgo político en una escala del 0 %, que indica riesgo cero, al 100 %, que indica riesgo máximo. Tiene en cuenta dos categorías principales de riesgo:

- **Riesgos de seguridad**, basados en la observación de conflictos (entre estados o entre facciones dentro de un territorio determinado) en todo el mundo. Se mide mediante un índice sintético que se calcula teniendo en cuenta la ocurrencia de peleas, la intensidad del conflicto y el número de víctimas asociado.
- **Riesgos derivados de la fragilidad política y social**, que es la combinación de tres índices distintos:

1. **Índice de riesgo social:** tiene en cuenta dos categorías de variables. En primer lugar, las presiones (1) para el cambio, que miden el grado de frustración social a partir de factores socioeconómicos: la inflación, la tasa de desempleo, la desigualdad de ingresos medida por el coeficiente de Gini, la renta per cápita y su evolución; la percepción de la corrupción, la capacidad de autoexpresión de la población y la tasa de homicidios. En segundo lugar, instrumentos (2) para expresar estas frustraciones socioeconómicas: la tasa de educación terciaria, la tasa de alfabetización de adultos, el acceso a Internet, la proporción de jóvenes en la población, la tasa de fertilidad, la tasa de urbanización y la tasa de participación femenina.
2. Para identificar las grietas en las bases del sistema político, Coface también construye un **índice de fragilidad** basado en la naturaleza del sistema político, la fragmentación étnica y lingüística, y el grado de libertad política y derechos civiles que tiene la población.
3. **Índice de populismo:** variables específicas de la base de datos del Proyecto Manifiesto, construidas a partir del análisis textual del contenido de los programas electorales de los partidos políticos para dar cuenta del auge del populismo, con el fin de comprender mejor el aumento de las frustraciones sociales en algunas democracias.

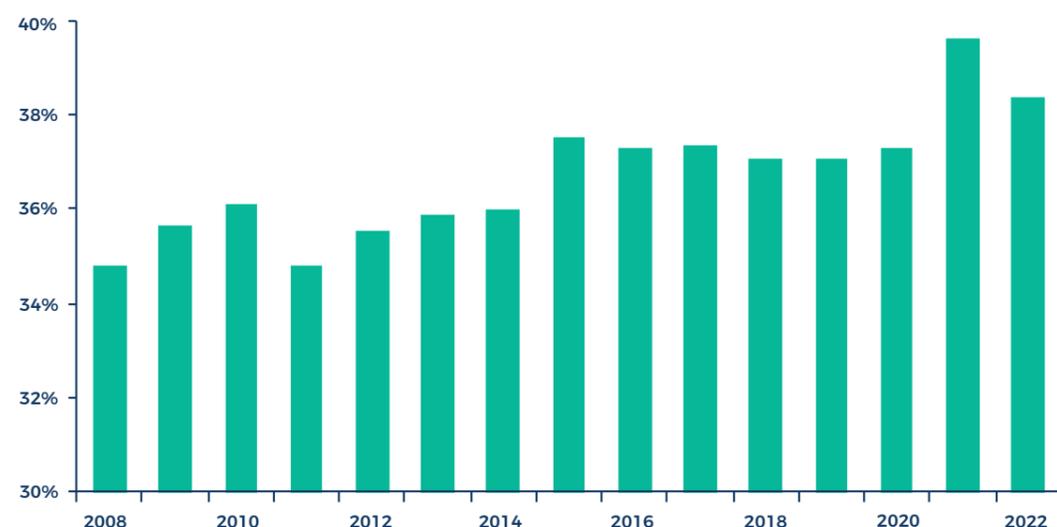
2 Coface Focus: Economic consequences of the Russia-Ukraine conflict, Stagflation ahead. Marzo de 2022

3 Coface Focus: "New wave of post-pandemic social movements: international trade as a collateral victim". Septiembre de 2021

4 Coface Panorama: "The rise and rise of political risks", marzo de 2017



Gráfico 12:  
El mundo: Puntuación promedio del índice de riesgo político de Coface



Source: Coface

puntuación promedio a nivel mundial (**Gráfico 12**) ha disminuido con respecto al nivel récord alcanzado el año pasado. Esto no es sorprendente: a pesar de la aparición de presiones inflacionistas, la recuperación posterior a la pandemia ha permitido que las condiciones socioeconómicas mejoren en todos los aspectos en comparación con el punto álgido de la crisis sanitaria. Mientras que el indicador de fragilidad política y social se deterioró para 145 de los 160 países analizados el año pasado, 140 países han visto mejorar su puntuación este año. Sin embargo, esta mejora debe relativizarse, ya que, a pesar del descenso del índice promedio global, sigue estando un punto porcentual por encima de su nivel anterior a la crisis de la covid-19 (entre 2015 y 2020), lo que indica que los niveles de riesgo siguen siendo muy elevados. Dos tercios de los países analizados (99) tienen una puntuación más alta que hace dos años. Para más de la mitad de ellos, ha subido más de un punto en comparación con el índice de 2020. Por lo tanto, el efecto catalizador de la pandemia de covid-19 sobre los riesgos políticos tendería a confirmarse. También sugiere que las presiones socioeconómicas asociadas al aumento del coste de la vida se han impuesto inmediatamente a los riesgos generados por la pandemia.

La clasificación de las puntuaciones del índice de fragilidad política y social (véase la Tabla 1) sigue dominada por Irán (el 81,6 %). El sufrimiento económico, que ya fue causa de protestas antigubernamentales a gran escala en 2017 y 2019, sigue siendo un terreno fértil para los desafíos al régimen autoritario. Desde el 16 de septiembre, la serie de protestas desencadenadas por la muerte de Mahsa Amine, una joven detenida tres días antes por la policía de la moral, ha vuelto a ilustrar la fragilidad del contexto iraní. El "podio" de nuestro indicador está completo, como desde 2017, por Siria (el 78,0 %) y Sudán (el 76,5 %).

En el contexto de un descenso casi universal del indicador, el mayor aumento del nivel de riesgo (**véase la Tabla 2**) se puede atribuir a Myanmar (el 59,9 %), que sigue en un estado de agitación importante desde el golpe militar de febrero de 2021. Afganistán, donde los talibanes han recuperado el poder tras la retirada de las tropas estadounidenses, y Guinea, que también sigue lidiando con la incertidumbre política tras un golpe de Estado el año pasado, también se encuentran entre los pocos países que han visto aumentar su puntuación este año. Aunque las manifestaciones del riesgo político son menos claras, cabe destacar el aumento de las puntuaciones de Bielorrusia, Serbia y Egipto.

Tabla 1:  
Los 10 países más peligrosos según el índice de fragilidad política y social.

País	Puntuación 2020	Evolución	
		vs 2021	vs 2020
Iran	81.6%	+1.2 pp	+0.2 pp
Syria	78.0%	+0.5 pp	+1.1 pp
Sudan	76.5%	-2.3 pp	-0.9 pp
Bahrain	71.7%	-4.6 pp	+0.9 pp
Afghanistan	71.6%	+1.6 pp	+5.7 pp
Venezuela	70.6%	-2.3 pp	-3.7 pp
Djibouti	70.1%	-0.6 pp	+0.4 pp
Turkmenistan	69.8%	-2.1 pp	-1.0 pp
Laos	69.8%	-0.9 pp	+1.2 pp
Yemen	69.5%	-2.2 pp	+5.4 pp

\* de 160 países  
pp: puntos porcentuales

Tabla 2:  
Lista países cuya puntuación de fragilidad política y social aumentó en 2022

País	Progresión	Puntuación	Rango 2022 * (change vs 2021)	
Myanmar	+6.0 pp	59.9%	42	(+30)
Timor-Leste	+4.8 pp	47.5%	87	(+27)
Belarus	+2.3 pp	63.9%	27	(+11)
Serbia	+2.0 pp	47.5%	88	(+16)
Guinea	+1.6 pp	57.7%	52	(+10)
Afghanistan	+1.6 pp	71.6%	5	(+9)
Tajikistan	+1.3 pp	64.5%	25	(+10)
Benin	+1.2 pp	46.0%	95	(+14)
Iran	+1.2 pp	81.6%	1	(+0)
Egypt	+1.1 pp	59.8%	43	(+11)
Guyana	+1.0 pp	48.5%	83	(+15)
Nicaragua	+0.7 pp	59.5%	45	(+7)
Turkey	+0.7 pp	60.6%	38	(+6)
Syria	+0.5 pp	78.0%	2	(+1)
Tanzania	+0.5 pp	53.3%	64	(+16)
Central African Rep.	+0.3 pp	65.5%	24	(+8)
Togo	+0.2 pp	59.3%	46	(+4)
Niger	+0.1 pp	51.1%	72	(+13)
Sao Tome and Principe	+0.1 pp	37.4%	115	(+10)
Ethiopia	+0.0 pp	61.4%	35	(+5)

\* de 160 países  
pp: puntos porcentuales

Turquía también entra en esta categoría, y recibirá una atención especial. De hecho, la política económica, más bien heterodoxa, sigue alimentando una inflación récord, que podría fomentar el malestar político en los próximos meses.

Aunque nuestro indicador apunta a un nivel de riesgo de malestar social aún mayor que antes de la pandemia, probablemente subestima la sensación de fatiga y cansancio que experimenta la población. Además, los datos no reflejan plenamente la gravedad y la persistencia de las presiones inflacionistas, lo que sin duda significa que la paciencia de los ciudadanos con sus dirigentes es limitada. Además, la edición de 2022 de nuestro indicador no refleja el posible impacto de la desaceleración económica que prevemos, sobre todo en el desempleo, que podría alimentar el descontento social.

Los disturbios civiles más explosivos se producirán probablemente allí donde se reduzcan las posibilidades de disidencia y se limite la capacidad de proteger a la población del aumento del coste de la vida. De hecho, la respuesta fiscal a la crisis de covid-19 ha erosionado en gran medida el espacio político de los gobiernos, sobre todo en los países de renta media y baja, limitando su capacidad de respuesta ante la amplificación de las nuevas tensiones socioeconómicas. Por ejemplo, la decisión del presidente Joko Widodo de recortar las subvenciones a los combustibles a principios de septiembre desencadenó grandes protestas en Yakarta, Indonesia. La supresión de las subvenciones a la energía ya fue el origen de las protestas en Kazajistán a principios de este año, y es probable que otros países se enfrenten a situaciones similares en las próximas semanas. La atención se centra principalmente en los países emergentes con finanzas públicas en dificultades: Kenia, Bolivia, Túnez y Egipto podrían entrar en esta categoría.

Sin embargo, las economías avanzadas, empezando por Europa, no se librarán de estos riesgos. Aunque los gobiernos europeos ya han hecho anuncios destinados a proteger a los hogares de la subida de los precios de la energía (véase más arriba), los hogares ya están sintiendo en gran medida el impacto de la inflación, lo que ha provocado un mayor descontento con los responsables de las políticas públicas. Un ejemplo de ello es el



Reino Unido, donde el movimiento "Don't Pay UK" (en español, "No pagues Reino Unido") pide a los británicos que dejen de pagar las facturas de energía a partir del 1 de octubre. Además del cansancio provocado por la pandemia, el escándalo del "Partygate", que le costó el puesto a Boris Johnson como primer ministro, y los grandes desafíos económicos, sugieren que la paciencia con el gobierno de Liz Truss será probablemente muy limitada.

El descontento de las poblaciones europeas se manifiesta tanto en las calles como en las urnas. El contexto socioeconómico está dando un nuevo impulso a los llamados partidos "antisistema" en toda Europa. La victoria del partido de extrema derecha Fratelli d'Italia en las elecciones italianas es el ejemplo más reciente, pero el avance del partido nacional-populista Sverigedemokraterna en las elecciones suecas es otro ejemplo. Un fervor antisistema, especialmente visible desde la crisis de 2008, podría encontrar un nuevo impulso en un contexto económico que empeora.

Mientras que las preocupaciones sociales entre las economías avanzadas serán más fuertes en Europa, Estados Unidos (el 35,1 %) tiene la puntuación más alta en nuestro indicador de fragilidad política y social. El país sigue muy dividido en muchas cuestiones, lo que sigue alimentando las tensiones políticas, sobre todo de cara a las elecciones intermedias del 8 de noviembre y a las presidenciales de 2024. Para este noviembre, las cuestiones económicas (inflación, temor a una recesión) son una de las principales preocupaciones de los votantes. Algunas protestas de trabajadores que piden aumentos salariales y mejores condiciones de trabajo, como la huelga de las enfermeras privadas en Minnesota, son un testimonio de ello. Las consecuencias de la decisión del Tribunal Supremo, el 24 de junio, de anular el caso Roe v. Wade, abriendo el camino a la prohibición (o a la restricción severa) del derecho al aborto en algunos estados, también ha puesto en el debate la protección de los derechos y el proceso de nombramiento de los jueces del Tribunal Supremo. Si se confirman en las urnas los

últimos sondeos que sugieren que los republicanos están en condiciones de recuperar el control de la Cámara de Representantes, el presidente demócrata Joe Biden vería limitada su capacidad política hasta las próximas elecciones de 2024.

Al igual que en nuestro escenario económico, la balanza de riesgos se inclina hacia un deterioro del malestar social y la inestabilidad política. Además, la agitación geopolítica desencadenada por la invasión de Ucrania por parte de Rusia hace temer la reanudación de las tensiones que podrían desembocar en un conflicto, especialmente en Eurasia. Los enfrentamientos en la frontera entre Tayikistán y Kirguistán a mediados de septiembre se enmarcan en este contexto. El nuevo aumento de las tensiones en el Mar Egeo entre Turquía y Grecia, que ya fue fuente de disputas que estuvieron a punto de llegar a la confrontación militar en las décadas de 1980 y 1990, es también una fuente de aprensión. Más al este, el disparo de un misil balístico norcoreano sobre Japón, el primero desde 2017, fue también un recordatorio del frágil entorno de seguridad en la región del Mar de Japón. A esto se suma la creciente preocupación por Taiwán. La visita de Nancy Pelosi, presidenta de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, a la isla a principios de agosto y las recientes declaraciones del presidente Joe Biden asegurando que Estados Unidos reaccionaría ante cualquier iniciativa militar china, han puesto en evidencia a las autoridades de la República Popular China. Por lo tanto, la precaución sigue estando a la orden del día en lo que respecta al riesgo de conflicto: la incertidumbre, por no decir la ansiedad, es probable que dure.

#### Cuadro 2:

### COFACE REFUERZA SU METODOLOGÍA SECTORIAL INTEGRANDO EL IMPACTO DE LOS "EFECTOS DE RED"

La metodología de evaluación del riesgo sectorial de Coface consta de tres pilares y ocho criterios. El modelo asigna un peso relativo a cada criterio para llegar a una evaluación final del riesgo del sector en un país o región seleccionados.

Ahora integramos el impacto de los "efectos de red" en nuestra metodología sectorial. Utilizando los datos internos de Coface, creamos una red (también llamada gráfico) que representa las interacciones de los sectores/países entre sí y, por lo tanto, nos permite evaluar el impacto de un choque en un determinado sector/país sobre los demás. El interés de este enfoque está documentado en la investigación académica<sup>5</sup>.

Por ejemplo, un descenso en el sector agroalimentario de China tendrá un impacto en el sector agroalimentario de Brasil. El gráfico nos permite tener en cuenta estas interacciones e integrarlas en nuestra evaluación final del riesgo del sector, que es la puntuación sin la red más los choques transmitidos por la red.

#### Pilar 1 -Experiencia de Coface en materia de comportamiento de pago.

- **Ratio impagado:** Este criterio ofrece tanto una visión general de las bases de datos de Coface relativas a la notificación de facturas impagadas como la evolución de los incidentes de pago (durante el trimestre anterior) en las empresas de cada sector en cada país analizado.

- **Cambios en los montos de morosidad por sector a nivel global:** obtenidos para cada uno de los 13 sectores a nivel global. Las series históricas se extraen de las bases de datos de Coface.

- **Evaluación del riesgo sectorial por parte de los suscriptores de Coface:** basada en su experiencia en los sectores que cubren en la región de su cartera.

#### Pilar 2 - Integración de Datos Financieros/Previsión

- **Las ventas diarias pendientes (DSO)** miden el número promedio de días que tardan las empresas de un sector en recibir el pago después de haber realizado la venta.

- **Previsiones de ratios financieros:** Coface elabora previsiones de los ratios de endeudamiento neto y de rentabilidad de las empresas de cada país/sector supervisado (364 en total).

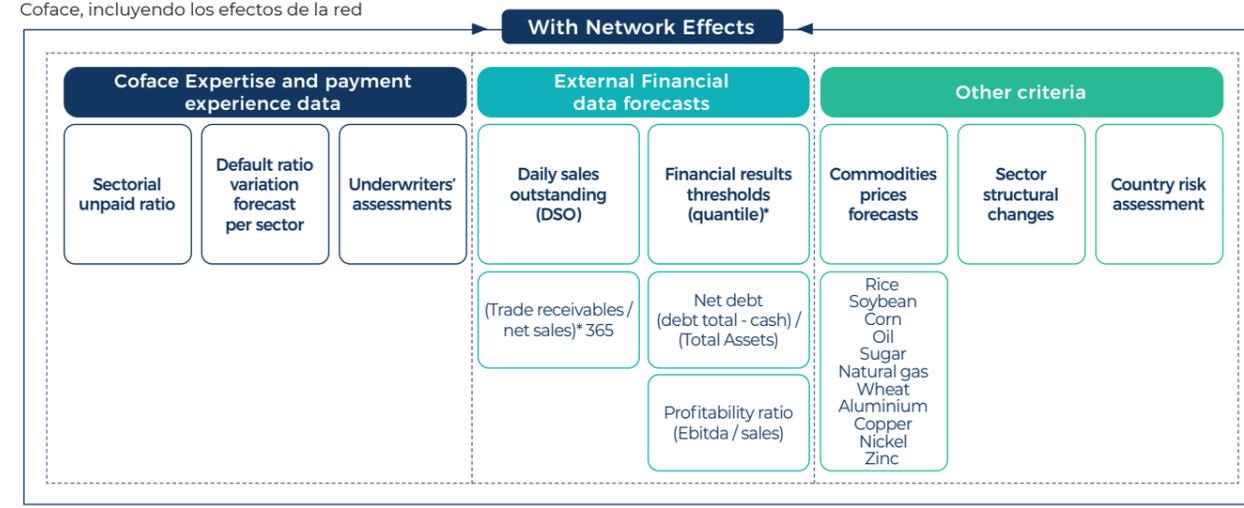
#### Pilar 3 - Otros criterios

- **Previsión de los precios de las materias primas:** Las previsiones se hacen para una perspectiva de seis meses. Se actualizan trimestralmente.

- **El aspecto de los cambios estructurales** pretende analizar, mediante un conjunto de criterios, los riesgos asociados a los cambios estructurales a los que se enfrentan las empresas de un determinado sector a nivel global. A través de este método, analizamos el grado de riesgo inherente a ciertos cambios estructurales, como los riesgos asociados al cambio climático y el impacto de las regulaciones, si las hay, asociadas a las empresas de un sector. Por ejemplo, el impacto de la regulación de la UE para limitar los gases de efecto invernadero en los fabricantes de motores de combustión. También incluimos elementos como el nivel de innovación en un sector o los posibles riesgos legales a los que se enfrentan las empresas de un sector (por ejemplo, los riesgos financieros de los litigios para las empresas farmacéuticas).

- **Las evaluaciones de riesgo por país de Coface** se actualizan trimestralmente (véase el mapa de riesgo por país) y vinculan la evaluación de riesgo sectorial a un país determinado.

Gráfico 13 : Diagrama de la metodología de análisis del riesgo sectorial de Coface, incluyendo los efectos de la red



<sup>5</sup> Coface elabora evaluaciones de riesgo sectoriales para 28 países en 6 regiones del mundo, que representan aproximadamente el 88% de la economía mundial.

<sup>6</sup> Véase el Doctorado en Economía: «Analyse des vulnérabilités d'entreprises: une approche par les réseaux», por Melina London, mayo 2022.

<sup>7</sup> El artículo sobre los criterios asociados ha sido elaborado por el Departamento de Investigación Económica de Grupo Coface



# Riesgos País Cambios de Evaluación

ÁREA		Evaluación Previa		Current Assessment
<b>CHILE</b>		A3	↓	A4
<b>CYPRUS</b>		A4	↓	B
<b>DENMARK</b>		A1	↓	A2
<b>EGYPT</b>		B	↓	C
<b>ITALY</b>		A4	↓	B
<b>LUXEMBOURG</b>		A1	↓	A2
<b>MALTA</b>		A2	↓	A3
<b>SWITZERLAND</b>		A1	↓	A2

RIESGO DE INCUMPLIMIENTO EMPRESARIAL

- A1**  
Muy Baja
- A2**  
Baja
- A3**  
Satisfactoria
- A4**  
Razonable
- B**  
Elevada
- C**  
Alta
- D**  
Muy Alta
- E**  
Extrema
- Mejora
- Empeora

# Riesgo Sectorial Cambios de Evaluación (Q3 2022)

EVALUACIONES DE RIESGO DEL SECTOR REGIONAL

	Asía-Pacífico	Europa Central y del Este	América Latina	Medio Oriente y Turquía	Norte América	Europa Oriental
Agro alimentaria						
Automotriz						
Química						
Construcción						
Energética						
TIC*						
Metalúrgica						
Papelera						
Farmacéutica						
Minorista						
Textil-Ropa						
Transporte						
Maderera						

\*Tecnologías de la Información y la Comunicación  
Source: Coñace

ASIA-PACÍFICO

	Asía-Pacífico	Australia	China	India	Japón	Corea del Sur
Agro alimentaria						
Automotriz						
Química						
Construcción						
Energética						
TIC*						
Metalúrgica						
Papelera						
Farmacéutica						
Minorista						
Textil-Ropa						
Transporte						
Maderera						

\*Tecnologías de la Información y la Comunicación  
Source: Coñace

RIESGO DE INCUMPLIMIENTO EMPRESARIAL

- 
- 
- 
- 
- 
- Mejora
- Empeora



Europa Central y del Este

	Europa Central y del Este	Czechia	Polonia	Rumania
Agro alimentaria	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠
Automotriz	🟠	🟠	🟠	🟠
Química	🟠	🟠	🟠	🟠
Construcción	🟠	🟠	🟠	🟠
Energética	🟡⬇️🟠	🟠	🟡⬇️🟠	🟠
TIC*	🟡	🟡	🟡	🟡
Metalúrgico	🟠	🟠	🟠	🟠
Papelera	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠
Farmacéutica	🟢	🟢	🟢	🟡
Minorista	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠	🟡
Textil-Ropa	🟠	🟠	🟠	🟠
Transporte	🟠	🟠	🟠	🟠
Maderera	🟠	🟠	🟠	🟠

\*Tecnologías de la Información y la Comunicación  
Source: Corace

MEDIO ORIENTE Y TURQUÍA

	M. Oriente y Turquía	Israel	Arabia Saudita	Turquía	UAE
Agro alimentaria	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Automotriz	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Química	🟡	🟡	🟡	🟠	🟡
Construcción	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Energética	🟠	🟠	🟢	🟠	🟡
TIC*	🟠	🟡	🟠	🟠	🟠
Metalúrgico	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Papelera	🟡	🟡	🟡	🟠	🟡
Farmacéutica	🟡	🟢	🟡	🟡⬇️🟠	🟡
Minorista	🟡	🟡	🟡	🟠	🟡
Textil-Ropa	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Transporte	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Maderera	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠

\*Tecnologías de la Información y la Comunicación  
Source: Corace

AMÉRICA LATINA

	América Latina	Argentina	Brasil	Chile	México
Agro alimentaria	🟠	🟠	🟡	🟠	🟠
Automotriz	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Química	🟠	🟠	🟡	🟠	🟠
Construcción	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Energética	🟠	🟠	🟡	🟠	🟠
TIC*	🟠	🟠	🟠	🟡	🟡
Metalúrgico	🟡⬇️🟠	🟠	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠	🟠
Papelera	🟡	🟠	🟡	🟡	🟠
Farmacéutica	🟡	🟡	🟡	🟢	🟡
Minorista	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Textil-Ropa	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Transporte	🟠	🟠	🟠	🟠	🟠
Maderera	🟡⬇️🟠	🟠	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠	🟠

\*Tecnologías de la Información y la Comunicación  
Source: Corace

NORTE AMÉRICA

	Norte América	Canadá	Estados Unidos
Agro alimentaria	🟡	🟡	🟡
Automotriz	🟠	🟠	🟠
Química	🟡	🟠	🟡
Construcción	🟠	🟠	🟠
Energética	🟡	🟡	🟡
TIC*	🟡	🟡	🟡
Metalúrgico	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠
Papelera	🟡	🟠	🟡
Farmacéutica	🟡	🟢	🟡
Minorista	🟠	🟠	🟠
Textil-Ropa	🟠	🟠	🟠
Transporte	🟠	🟠	🟠
Maderera	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠	🟡⬇️🟠

\*Tecnologías de la Información y la Comunicación  
Source: Corace

RIESGO DE INCUMPLIMIENTO EMPRESARIAL

- 🟢 Riesgo Bajo
- 🟡 Riesgo Medio
- 🟠 Riesgo Alto
- 🟤 Riesgo Muy Alto
- 🟢➡️ Mejora
- 🔴➡️ Empeora

RIESGO DE INCUMPLIMIENTO EMPRESARIAL

- 🟢 Riesgo Bajo
- 🟡 Riesgo Medio
- 🟠 Riesgo Alto
- 🟤 Riesgo Muy Alto
- 🟢➡️ Mejora
- 🔴➡️ Empeora

EUROPA ORIENTAL

	Europa Oriental	Austria	Francia	Alemania	Italia	Países Bajos	España	Suiza	Reino Unido
Agro alimentaria	▲	▲	▲	▲	▲	▲↓	▲	▲	▲
Automotriz	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Química	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲↓	▲
Construcción	▲	▲	▲	▲	▲↓	▲↓	▲	▲	▲
Energética	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲↓	▲
TIC*	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Metalúrgico	▲	▲	▲	▲	▲	▲↓	▲	▲	▲
Papelera	▲	▲↓	▲	▲↓	▲	▲↓	▲	▲	▲
Farmacéutica	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Minorista	▲	▲↓	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Textil-Ropa	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
Transporte	▲	▲	▲↓	▲	▲↓	▲	▲	▲	▲
Maderera	▲↓	▲↓	▲↓	▲↓	▲↓	▲	▲	▲	▲

\*Tecnologías de la Información y la Comunicación  
Source: Coface

OTROS PAÍSES

	Rusia	Sudáfrica
Agro alimentaria	▲↓	▲↓
Automotriz	▲	▲
Química	▲	▲
Construcción	▲	▲
Energética	▲	▲↓
TIC*	▲	▲
Metalúrgico	▲↓	▲
Papelera	▲↓	▲↓
Farmacéutica	▲	▲
Minorista	▲	▲
Textil-Ropa	▲	▲
Transporte	▲	▲
Maderera	▲	▲

RIESGO DE INCUMPLIMIENTO EMPRESARIAL

- ▲ Riesgo Bajo
- ▲ Riesgo Medio
- ▲ Riesgo Alto
- ▲ Riesgo Muy Alto
- ▲ Mejora
- ▲ Empeora

\*Tecnologías de la Información y la Comunicación  
Source: Coface



Decoding the  
**WORLD ECONOMY**  
3<sup>rd</sup> quarter 2022

coface  
FOR TRADE

Find all our publications on [www.coface.com](http://www.coface.com)

Follow us on

## 162 PAÍSES BAJO LA LUPA

### UNA METODOLOGÍA ÚNICA

- Experiencia macro económica en la evaluación del riesgo país.
- Comprensión del entorno empresarial.
- Datos micro económicos recopilados durante 70 años de experiencia de pago.

RIESGO DE INCUMPLIMIENTO EMPRESARIAL

A1

A2

A3

A4

B

C

D

E

MUY BAJA

BAJA

SATISFACTORIA

RAZONABLE

ELEVADA

ALTA

MUY ALTA

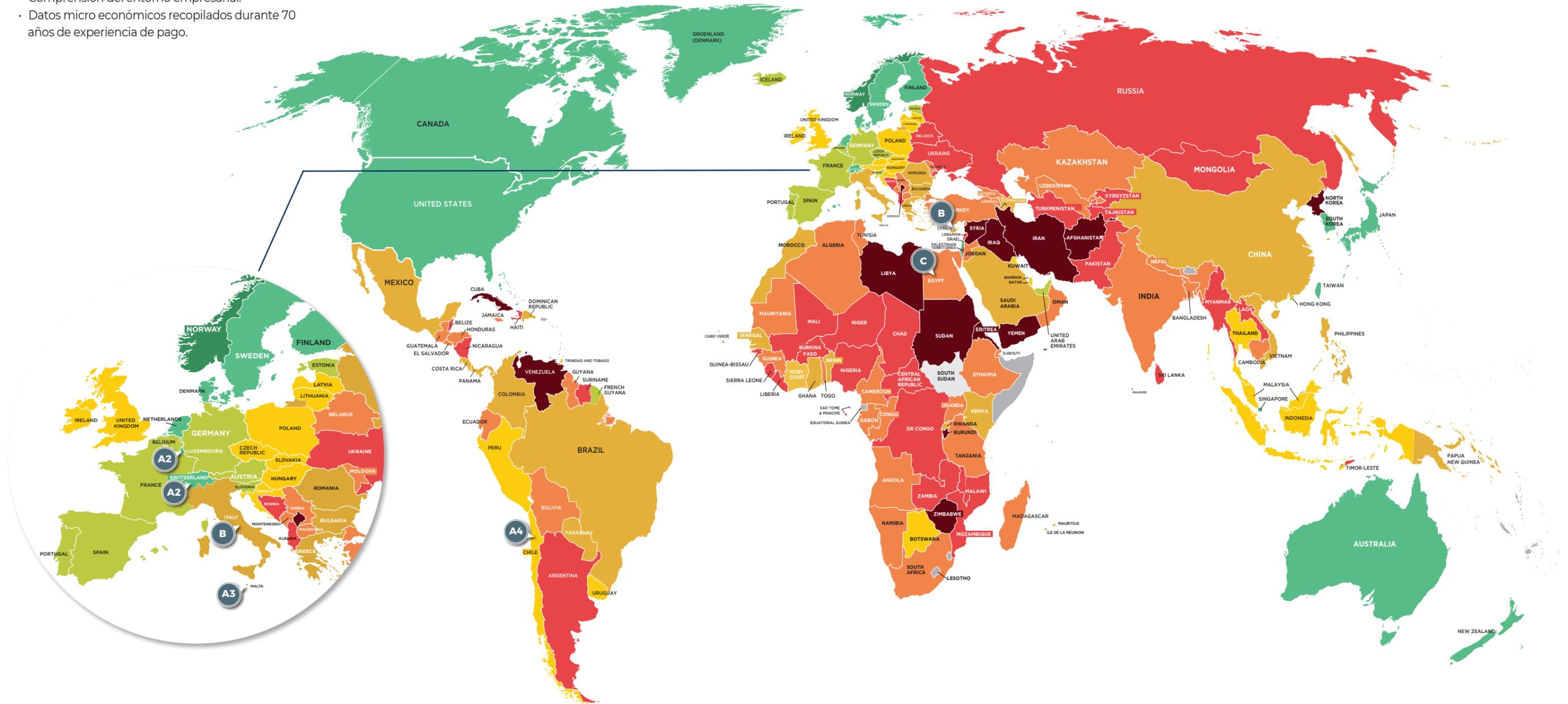
EXTREMA



MEJORA



EMPEORA



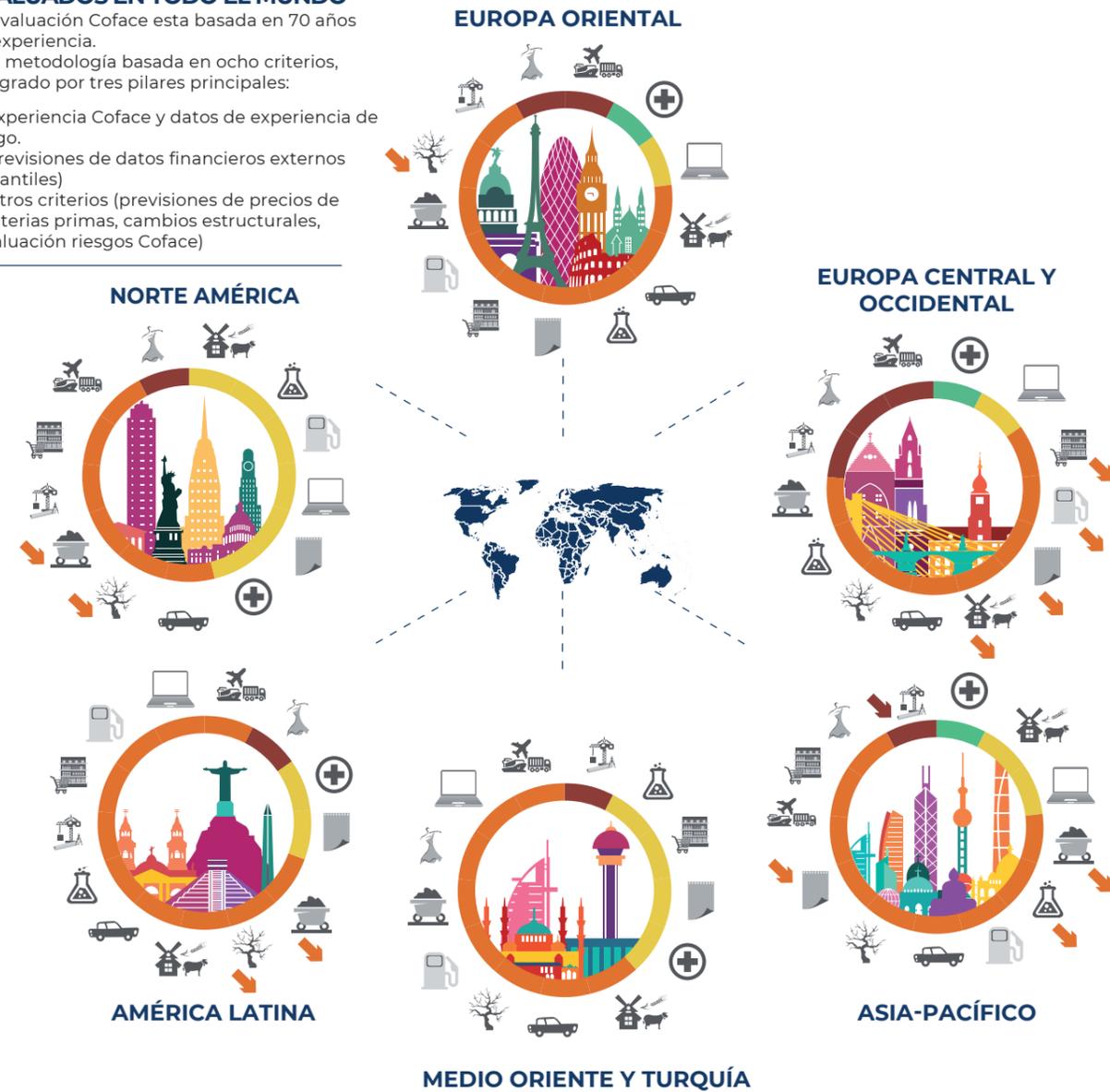
# EVALUACIÓN DE RIESGO SECTORIAL 3<sup>er</sup> trimestre 2022

## 13 SECTORES PRINCIPALES EVALUADOS EN TODO EL MUNDO

La evaluación Coface esta basada en 70 años de experiencia.

Una metodología basada en ocho criterios, integrado por tres pilares principales:

- Experiencia Coface y datos de experiencia de pago.
- Previsiones de datos financieros externos (cuantiles)
- Otros criterios (previsiones de precios de materias primas, cambios estructurales, evaluación riesgos Coface)



- |                  |              |                  |         |
|------------------|--------------|------------------|---------|
| agro-alimentaria | tic*         | textile-clothing | Mejora  |
| automotriz       | metalurgico  | transporte       | Empeora |
| química          | papelerero   | maderero         |         |
| construcción     | farmacéutico |                  |         |
| energético       | minoritas    |                  |         |
- \* Tecnologías de la Información y la Comunicación



## ECONOMISTSAS DE GRUPO COFACE

**Jean-Christophe Caffet**  
Chief Economist  
*Paris, France*

**Sarah N'Sondé**  
Head of Sector Analysis  
*Paris, France*

**Bruno De Moura Fernandes**  
Head of Macroeconomic Research  
*Madrid, Spain*

**Ruben Nizard**  
Head of Political Risk Analysis  
Economist, North America  
*Toronto, Canada*

**Bernard Aw**  
Economist, Asia-Pacific  
*Singapore*

**Christiane von Berg**  
Economist,  
Northern Europe  
and Belgium  
*Mainz, Germany*

**Dominique Fruchter**  
Economist, Africa  
*Paris, France*

**Erwan Madelénat**  
Sector Economist and  
Data Scientist  
*Paris, France*

**Grzegorz Siewicz**  
Economist, Central &  
Eastern Europe  
*Warsaw, Poland*

**Khalid Aït-Yahia**  
Senior Sector Economist  
and Statistician  
*Paris, France*

**Simon Lacoume**  
Sector Economist  
*Paris, France*

**Aroni Chaudhuri**  
Economist, Africa  
& Coordinator  
*Paris, France*

**Marcos Carias**  
Economist, Southern  
Europe  
*Paris, France*

**Patricia Krause**  
Economist, Latin America  
*São Paulo, Brazil*

**Seltem Iyigun**  
Economist, Middle East  
& Turkey  
*Istanbul, Turkey*

---

## DISCLAIMER

This document reflects the opinion of Coface's Economic Research Department, as of the date of its preparation and based on the information available; it may be modified at any time. The information, analyses and opinions contained herein have been prepared on the basis of multiple sources considered reliable and serious; however, Coface does not guarantee the accuracy, completeness or reality of the data contained in this document. The information, analyses and opinions are provided for information purposes only and are intended to supplement the information otherwise available to the reader. Coface publishes this document in good faith and on the basis of an obligation of means (understood to be reasonable commercial means) as to the accuracy, completeness and reality of the data. Coface shall not be liable for any damage (direct or indirect) or loss of any kind suffered by the reader as a result of the reader's use of the information, analyses and opinions. The reader is therefore solely responsible for the decisions and consequences of the decisions he or she makes on the basis of this document. This document and the analyses and opinions expressed herein are the exclusive property of Coface; the reader is authorised to consult or reproduce them for internal use only, provided that they are clearly marked with the name "Coface", that this paragraph is reproduced and that the data is not altered or modified. Any use, extraction, reproduction for public or commercial use is prohibited without Coface's prior consent. The reader is invited to refer to the legal notices on Coface's website: <https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.

---

## COFACE SA

1, place Costes et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France

[www.coface.com](http://www.coface.com)

**coface**  
FOR TRADE