

## FOCUS



Por el equipo de investigaciones económicas de Coface

## Consecuencias económicas del conflicto Rusia-Ucrania: Estancflación venidera

### RESUMEN EJECUTIVO

La escalada del conflicto en Ucrania y la invasión de la misma, por parte del ejército ruso el 24 de febrero, causó turbulencia en los mercados financieros e incrementó drásticamente la incertidumbre acerca de la recuperación económica, a dos años del inicio de la pandemia por COVID-19. Puesto que Rusia es el tercer productor mundial más grande de petróleo, el segundo más grande de gas natural y uno de los cinco principales productores de acero, níquel y aluminio; es sumamente probable que cualquier reducción considerable de suministros energéticos y embarques de metales que dichas materias primas incrementen de precio. De forma tal, que el día del inicio de la operación los mercados financieros internacionales sufrieron una caída importante; y los precios del petróleo, el gas natural, los metales y las materias primas (especialmente los granos) se dispararon a la par. Si bien el alza en los precios de las materias primas fueron uno de los riesgos identificados como potencialmente disruptivos para la recuperación, la escalada del conflicto entre Rusia y Ucrania incrementó la probabilidad de que los precios de dichas materias permanezcan al alza por un periodo más prolongado. Por otra parte, también incrementa la amenaza de tener inflación elevada durante un periodo sostenido, no solo en las necesidades básicas; lo que podría provocar malestar social tanto en economías desarrolladas como emergentes. Asimismo, industrias como: la automotriz, de transporte, química y en general cualquier sector que utilice como insumos las materias antes mencionadas se encuentran en una posición particularmente vulnerable.

Por otra parte, si consideramos la escalada de las sanciones anunciadas por los países occidentales y sus aliados, la economía rusa atravesará grandes dificultades y una vez más transitará (gravemente) por una recesión en 2022; de forma tal, que nos veremos en la necesidad de bajar de categoría al país en la evaluación de riesgo, esto es de B a D. Por su parte, Europa parece ser la región más expuesta a las consecuencias del conflicto, dado que depende en gran parte del petróleo y sobre todo del gas natural de Rusia. Aún más, el remplazo del suministro de gas ruso a Europa (~40% del total del consumo europeo) es prácticamente imposible en el corto o mediano plazo y aún si el nivel actual de precios se mantuviese hasta fin de año, seguramente provocaría un efecto significativo en la inflación.

Nuestras estimaciones arrojan al menos 1.5 puntos porcentuales adicionales de inflación en 2022 en comparación con nuestras proyecciones previas en la Eurozona, razón por la cual el consumo doméstico se verá debilitado, así como el crecimiento del PIB. Si bien países como Alemania e Italia dependen más del gas natural ruso, la interdependencia comercial de los países de la eurozona tendrá como consecuencia la desaceleración general (1 punto porcentual tras tomar en cuenta los impactos en el comercio exterior e inversión empresarial). De recortarse por completo el suministro de gas natural ruso, el costo incrementaría por lo menos 4 puntos porcentuales, lo que resultaría en un crecimiento anual de cero del PIB en 2022.

En el resto del mundo las consecuencias económicas se sentirán principalmente en el alza de precios de las materias primas, lo que agravará las presiones inflacionarias existentes, en gran parte del mundo, incluso previas al conflicto; y a la par, la reducción de demanda en Europa obstaculizará el comercio internacional. Siempre que los precios de las materias primas se eleven, los importadores netos de energéticos y productos alimenticios serán afectados en gran medida, sobre todo, en un entorno de incertidumbre y precios volátiles con un espectro de interrupciones mayores del suministro; en caso de que el conflicto escalase a más y las sanciones o represalias que cada nación pudiese adoptar.

En resumen: el mundo ha cambiado y los riesgos también.

## Impacto del conflicto en la industria energética

Con el cambio de año los mercados de gas natural compactado y de petróleo ya comenzaban a llevar los precios a nuevas alturas. Adicionalmente, el conflicto amenaza con exprimir los mercados energéticos inclusive más.

La Federación Rusa es el segundo productor de gas natural más grande a nivel mundial (679 mil millones de metros cúbicos en 2019), y el tercer productor más grande de crudo (11.2 millones de barriles diarios en 2019). De frente a los últimos acontecimientos, por primera vez desde 2014, el petróleo Brent traspasó los 100 dólares por barril; mientras que el 4 de marzo en Europa los precios del gas se dispararon a un récord de 192 euros (gráfico 1).

El reemplazo de los suministros de gas ruso para Europa (~40% del total del consumo europeo) es cerca imposible en el corto plazo; y continuará siendo desafiante en torno a los únicos flujos que transitan por Ucrania. Probablemente, durante 2022, Europa se verá con la necesidad de competir con países asiáticos por transportadores de GNL disponibles en mercado de contado. Adicionalmente, si Rusia contrae más el abastecimiento, podría llevar a la destrucción de la demanda.

En cuanto al crudo, las opciones de producción incrementan debido a la existencia de otras fuentes – la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) deberá continuar reduciendo sus recortes de producción, contrario a países no pertenecientes a la OPEP (Canadá, Brasil, Guyana, etc.) cuya producción va al alza y en posible aceleración, dados los precios actuales (esquisto estadounidense). No obstante, dichas alternativas podrían no ser suficientes para paliar las graves interrupciones del suministro ruso. El principal riesgo alcista del abastecimiento del petróleo, que podría limitar el incremento de precios, sería una posible guerra nuclear con Irán, quien posee la quinta parte de las reservas probadas de petróleo en el mundo y cuya producción se ha limitado por las sanciones de Estados Unidos. El viaje a Teherán del director del Organismo Internacional de la Energía Atómica, el 5 de marzo, mejoró notablemente las perspectivas de progreso. Si Irán volviese al mercado, más de 1 millón de barriles serían exportados a diario y gradualmente substituiría las interrupciones del suministro ruso. Con el fin de atender las inquietudes en torno a las potenciales interrupciones de las exportaciones rusas (4-5 millones de barriles diarios), los países de la Agencia Internacional de Energía (AIE) – Un grupo de 31 países pertenecientes a la OCDE, que alrededor de 45% del consumo mundial de petróleo – el 1º de marzo acordaron liberar 60 millones de barriles de petróleo de su reserva de emergencia, aproximadamente 2 millones de barriles diarios durante un periodo anual, equivalente a 4% de las reservas. Esta es la cuarta reducción coordinada de la AIE después de 1991, 2005 y 2011. Por su parte, la OPEP y sus asociados (incluyendo Rusia) no apuntan incremento en su producción de crudo. La OPEP+ aceptó ajustar su producción general a una cifra alcista de 400,000 barriles diarios de marzo a agosto, tal como lo ha hecho desde agosto de 2021.

Una de las primeras medidas que Occidente dio como respuesta a las acciones de Rusia fue la suspensión del gasoducto Nord Stream 2, que conecta a Rusia con Alemania a través del Mar Báltico. Si bien, hasta ahora el sector energético no ha sido afectado, el mercado del petróleo comienza a resentirlo, con mayores irrupciones de las exportaciones rusas y baja del precio en 30%.

## Impacto del conflicto en la industria agroalimentaria

La presión sobre los precios de las materias primas agrícolas –que ya estaban en una tendencia alcista– será exacerbada por el conflicto. Rusia es el exportador de trigo más grande del mundo (cerca del 20% del comercio mundial), por su parte, Ucrania es un productor clave de: maíz (6º lugar), trigo (7º lugar), girasoles (1er lugar), además de ser uno de los primeros diez productores de azúcar de remolacha, cebada, soya y canola. En 2019, Rusia y Ucrania, en conjunto representaron el 25%, 21% y 17% de las exportaciones mundiales de trigo, cebada y maíz, respectivamente (gráfico 2). Adicionalmente, Rusia y Ucrania representan cerca del 75% de las exportaciones globales de semillas de girasol y aceite de cártamo (ambos usados como aceite comestible para consumo humano y animal).

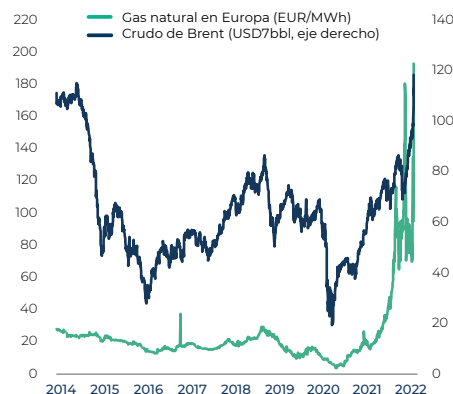
Puesto que Ucrania suspendió las embarcaciones comerciales en sus puertos y Rusia cerró el Mar Azov a buques comerciales, las interrupciones del suministro serán significativas.

Por consiguiente, comerciantes de granos líderes, incluyendo ADM, Cargill y Bunge, suspendieron sus operaciones en Ucrania (aunque aún no lo hacen en Rusia). A pesar de que, las embarcaciones de granos rusas salen principalmente de puertos en el Mar Negro (aún abiertos al momento de la redacción) y que los puertos del Mar Azov sean más pequeños, dichas interrupciones podrían afectar las exportaciones de trigo, maíz y cebada a Egipto y Turquía (los mayores compradores de trigo ruso, segundo y tercer importador de grano ucraniano, respectivamente), así como a Chipre, Italia y Líbano.

Del incremento de precio de los cereales (gráfico 3) podrían derivarse precios más elevados para el consumidor en productos como: pasta, harina, aceites comestibles (girasol, cártamo, oliva, entre otros). Los precios de la carne se elevarían, por consiguiente, ya que dichos granos se usan para alimentar al ganado. Así mismo, se espera que las consecuencias del episodio actual de La Niña<sup>1</sup>, disminución de la producción de frijol de soya y maíz en Latinoamérica, sean sobrepasadas.

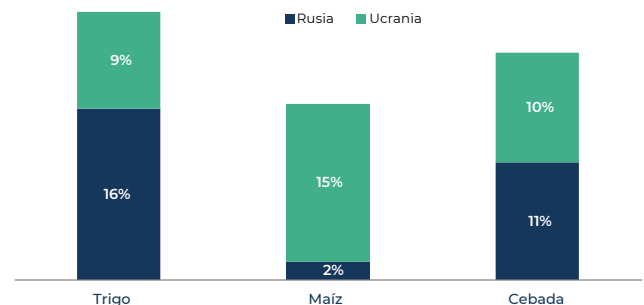
Otros efectos indirectos para la industria agropecuaria serán subproductos del alza de precio del gas natural, el cual es un insumo crucial para la producción de fertilizantes y/o incremento del precio de los mismos, cuestión que disminuiría el rendimiento agrícola.

Gráfico 1: Precios del petróleo y del gas natural



Sources: Refinitiv, Coface

Gráfico 2: Participación de Rusia y Ucrania en las exportaciones mundiales de granos seleccionados



Sources: Trademap, Coface

Por otra parte, menor producción de fertilizantes se traduce en menos CO2 disponible para aturdir al ganado antes de sacrificarlo, así como para ciertas bebidas. Por ende, el incremento de precio del gas exacerbará las presiones sobre los precios de los alimentos a nivel mundial, a través de diversos canales.

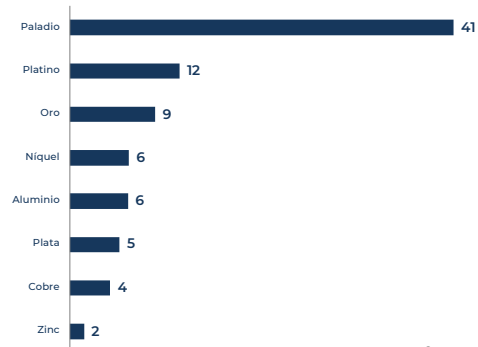
### Impacto del conflicto en la industria de metales

Rusia es un productor importante de: paladio, aluminio, níquel y cobre (gráfico 4). A la par de las materias primas energéticas y agropecuarias, los precios de los metales también se dispararon durante los últimos meses, debido a desequilibrios significativos que se agravarán (gráfico 5). El incremento de precios benefició a algunos segmentos del mercado, aunque en el caso de los fundidores y fabricantes el impacto fue negativo, aunado a la subida de precios de los energéticos en Europa, cuestión que mermó sus ganancias. No obstante, son los usuarios finales de metales base claves y metales preciosos, quienes se verán más afectados por el incremento, especialmente la industria automotriz, aeronáutica y de construcción. De hecho, el paladio es clave para los convertidores catalíticos para los motores de combustión interna (MCI). A su vez, el paladio se usa en la producción de semiconductores, como el neón, un gas fundamental para el proceso de litografía para la producción de chips; de los cuales Ucrania produce aproximadamente 70% de las exportaciones mundiales. Puesto que, el suministro de paladio y gas neón en su mayoría proviene de Rusia y Ucrania (vital para la industria estadounidense) es probable que se presenten interrupciones adicionales en el suministro global de semiconductores. Aún más, el níquel es crucial para las baterías de ion de litio para vehículos eléctricos (VE).

Por si fuera poco, Indonesia, quien posee la reserva de níquel más grande a nivel mundial, prohibió las exportaciones de minerales para percibir mayor valor añadido; en consecuencia, la posición de Rusia se vuelve más relevante, puesto que muchas empresas se han apresurado a asegurar sus suministros en un mercado que ya es volátil. El aluminio (carrocerías, aviones, ventanas, electrodomésticos, etc.) y el cobre (cables, varillas, electrónicos, construcciones y otros entornos industriales) tiene usos extendidos. La transición hace VE depende en gran medida, del acceso a grandes cantidades de suministros de: productos de aluminio, cobre, níquel litio y paladio, que además sean accesibles.

La competencia por insumos de minerales crudos podría implicar que Europa no alcanzara a abastecerse de metales, especialmente, si China incrementase sus importaciones. Estos metales son clave para los sectores de manufactura y de construcción, por lo que varios sectores podrían detener su producción en Europa de no haber abastecimiento. Por otro lado, muchos fundidores europeos suspendieron parte de su producción, dada la subida de precios en los energéticos, al no considerarla rentable. La cadena de suministros es compleja, aún más, la hermeticidad de diversos mercados podría agudizar la escasez y llevar los precios a niveles insostenibles.

**Gráfico 4:** Participación de Rusia en la producción mundial de metales seleccionados en 2019



Sources: JP Morgan, Coface

**Gráfico 5:** Precios de los metales seleccionados (100= 2015)



Sources: Refinitiv, LME, Coface

### Impacto del conflicto en la industria automotriz

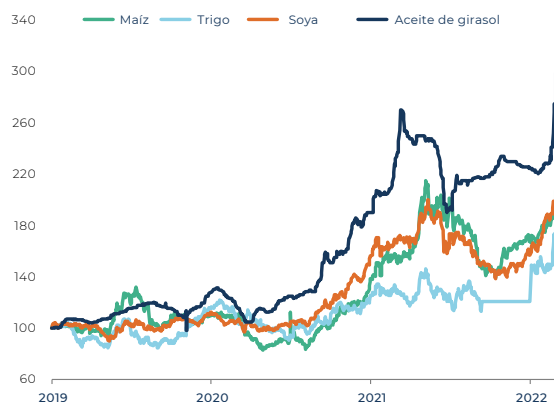
La situación actual tiene fuertes impactos en un sector automotriz ya contraído, debido a varios déficits y precios alcistas de las materias primas: semiconductores, cobalto, litio, magnesio, entre otros.

Las fábricas automotrices ucranianas abastecen a grandes manufactureros del sector en Europa Occidental, sobre todo, el cableado eléctrico de los automóviles. De facto, el viernes pasado, VW y Renault anunciaron suspensión de actividades en algunas fábricas de Europa (Zwickau y Dresde, Togliatti y Moscú) debido a los conflictos actuales entre los beligerantes. De la misma forma, Porsche y BMW también anunciaron el cierre de plantas. Otras plantas alrededor del mundo prevén salidas debido a la falta de chips. La situación actual añadirá dificultades para el sector automotriz. Paralelamente, debemos estar conscientes de las afectaciones hacia los consumidores europeos a consecuencia del rápido incremento de los precios de los VE, los cuales se han promovido durante los últimos años a expensas de automóviles con motor CI, que precisan acceder al paladio para sus convertidores catalíticos.

### Impacto del conflicto en la industria química

Muchos productos químicos ya comenzaban a desarrollarse en un ambiente turbulento y altamente volátil, para los clientes, cuando los precios alcanzaron niveles que no se habían visto desde hacía años. En vista de que Rusia también manufactura productos derivados del petróleo y del gas, podemos esperar que las materias primas para los petroquímicos se encarezcan. El aumento de precio del nafta y del etanol (altamente correlacionados con los precios del gas natural y del crudo) mermarán los márgenes de algunas firmas petroquímicas.

**Gráfico 3:** Precios del aceite de girasol y granos seleccionados (100= enero de 2019)

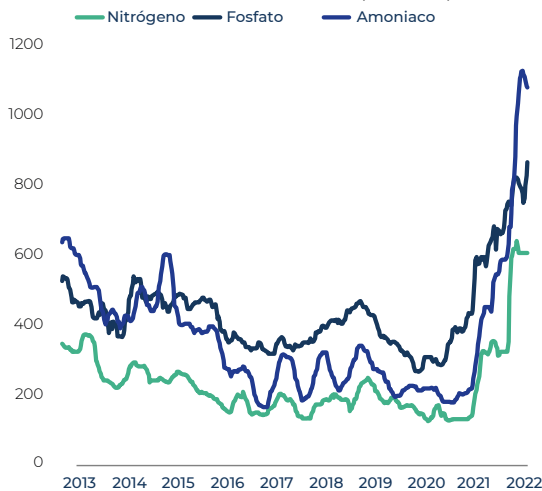


Sources: Refinitiv, Coface



Como se mencionó en la sección de la industria agropecuaria, los precios de los fertilizantes también van al alza (gráfico 6). Se espera que los tres nutrientes primarios de los fertilizantes comerciales (nitrógeno, potasa y fósforo) sufran el impacto, a causa de los recientes acontecimientos. Los precios del nitrógeno se dispararon notablemente posterior a la invasión de Ucrania por parte de Rusia. Este último es un exportador clave de nitrógeno, con exportaciones anuales de 7 millones de toneladas de urea dentro de un mercado de 55 millones de toneladas. El conflicto sumará preocupaciones sobre el suministro, especialmente por la prohibición de China en torno a la exportación de fertilizantes, hasta junio de 2022, con el fin de asegurar el abastecimiento interno de alimentos. Las autoridades chinas no levantarán la prohibición de las exportaciones, aún con la significativa alza de precios y la crisis actual. Vale la pena hacer hincapié que las pérdidas de producción, en Europa Occidental como ejemplo, han provocado descenso de inventarios, específicamente en India, quien es un importador clave.

Gráfico 6: Precios de los fertilizantes (USD/ton)



Sources: Refinitiv, Coface

Rusia y Bielorrusia, alcanzados por las sanciones, son grandes exportadores de potasa: BPC (Bielorrusia) y Uralkali (Rusia); quienes representan cerca de un tercio del mercado total de potasa. El mercado está marcado por contratos de largo plazo, entre naciones, y está sujeto a las tendencias alcistas del mercado de Nueva Orleans, Louisiana (NOLA), desde 2020. Por su parte, Rusia, quien abastece a Europa, también es un gran jugador en los mercados de fósforo (representa el 10% del mercado del fosfato diamónico y 20% del fosfato monoamónico). Tal como el mercado de las potas, el del fosfato se caracteriza por contratos o acuerdo a largo plazo. Aunque el mercado ya es estrecho, los derechos impuestos, por parte de Estados Unidos, sobre rocas de origen marroquí, chino o ruso contribuirán a la exacerbación de las desigualdades.

### Impacto del conflicto en la industria del transporte

El alza de precios de los energéticos, particularmente el del petróleo, también repercutirá en la industria del transporte. Las empresas de transporte de carga aéreas y marítimas sufrirán el incremento de precios de los combustibles. Sin embargo, las aerolíneas están en mayor riesgo, puesto que se estima que el combustible representa un tercio de sus costos totales. Las aerolíneas rusas se verán gravemente impactadas por las prohibiciones que los países europeos, EE.UU. y Canadá les han impuesto para impedir el acceso a sus respectivos territorios. Las represalias por parte de Rusia, quien ya ha prohibido el acceso a su espacio aéreo a aeronaves europeas y canadienses – probablemente también lo hará con las estadounidenses– implica mayores costos para las aerolíneas, dado que deberán tomar rutas más largas para sobrepassar el país más extenso en área. De la misma forma, se espera que las prohibiciones mermen la demanda de viajes en Rusia.

La magnitud del impacto variará, dependiendo de la posición geográfica de la aerolínea y de la participación de Rusia en las demandas.

Las aerolíneas tienen poco espacio para soportar la subida de precios, ya que, aún continúan haciéndole frente a bajos ingresos, causados por el impacto internacional de la pandemia sobre los viajes. El transporte de mercancías por ferrocarril, también será afectado por el conflicto, dadas las prohibiciones de negocio con Rusia, que las empresas europeas han impuesto. Es posible que la actividad ferroviaria, proveniente de Asia y Europa hacia Rusia, resulte comprometida. El transporte de mercancías por ferrocarril, usualmente se lleva a cabo vía aérea (más rápido, aunque más caro) o marítima (más lenta, aunque más económica). Consecuentemente, los precios del transporte de mercancías por dichas vías sufrieron un fuerte incremento, a causa de la pandemia, por lo que el transporte ferroviario entre Asia y Europa se vio beneficiado, cuya cuota en el total de los fletes entre ambas regiones aumentó notablemente durante los últimos dos años.

### Impacto del conflicto en la industria de maderas

Rusia es un importante exportador de madera (16% de las exportaciones mundiales en 2019), en particular de madera blanda, y sobre todo de productos forestales. Las industrias de transformación de la madera de la Unión Europea y de China dependen específicamente de las exportaciones de Rusia. Antes del conflicto, las restricciones a la exportación impuestas por Rusia a las exportaciones de madera (mayores derechos de exportación, reducción del número de puntos de cruce) ya eran una fuente de preocupación para los importadores. Las sanciones comerciales impuestas a Rusia exacerbarán aún más las tensiones en este sector, pudiendo reducir la oferta mundial de madera y ejerciendo una presión al alza sobre los precios, que ya son elevados.

### Profunda recesión venidera para la economía rusa

Debido a la escalada del conflicto con Ucrania y a las duras sanciones adoptadas por los países occidentales, la economía rusa volverá a entrar en recesión (previsión actualizada del PIB, Coface 2022: -7,5%) contra la recuperación del año previo. Como consecuencia, Coface bajará la evaluación de riesgo país de Rusia, de B (bastante alto) a D (muy alto). Las sanciones tienen como principales objetivos a importantes bancos rusos, por lo cual eliminó a siete de ellos de la herramienta de comunicación internacional, SWIFT (recuadro 1- ver siguiente página). Además, se impusieron diversas sanciones a las reservas de divisas del Banco Central de Rusia (BCR) – en su mayoría depositadas en cuentas occidentales; mientras que Estados Unidos prohibió la participación en cualquier transacción en la que estuviera implicado dicho banco. Aún más, los países occidentales prohibieron el comercio de la deuda soberana rusa y restringieron el acceso al capital extranjero. Algunos funcionarios públicos y oligarcas rusos son objeto de congelación de activos y restricciones de viaje. También han sufrido sanciones: los sectores de defensa rusos, el control de las exportaciones de componentes de alta tecnología a Rusia y el cierre del espacio aéreo de la UE, Canadá y Estados Unidos. Dichas medidas ejercen una presión considerable en torno a la baja del rublo ruso (gráfico 7), el cual ya se había desplomado,

Gráfico 7: Tipo de cambio USD/ RUB (1 USD= ...RUB)



Sources: Refinitiv, Coface

e impulsará un aumento de la inflación de los precios al consumo. Como medida de emergencia, el 28 de febrero, el banco central ruso ya había elevado su tipo de interés clave al 20% (desde un nivel relativamente alto del 9,5); y podría aumentarlo aún más para luchar contra la depreciación del rublo y la elevada inflación. En comparación con la mayoría de los demás países emergentes, ricos en minerales, Rusia ha acumulado finanzas relativamente sólidas: bajo nivel de deuda externa pública, superávit recurrente por cuenta corriente y acumulación de una parte justa de sus ingresos por minerales en el Fondo Nacional de Bienestar, así como considerables reservas extranjeras (alrededor de 640.000 millones de dólares). Sin embargo, la congelación rápidamente impuesta por los países depositarios occidentales sobre estas últimas impide al banco central ruso desplegarlas y reduce la eficacia de la respuesta rusa para limitar el deterioro, y, sobre todo, la caída del rublo. En los últimos años, Rusia ha reducido su dependencia del dólar en favor del euro. Así, a mediados de 2021, las reservas en USD representaban el 16% del total, el EUR el 32%, la GBP el 7%, mientras que el yuan (CNY) se situaba en el 13%. Las reservas de oro representaban el 22%.

Por otro lado, para contrarrestar el impacto de las sanciones, se han aplicado medidas de control de capitales con prohibición de transferencias de divisas, incluyendo el servicio de préstamos en divisas fuera del país. Los exportadores rusos también están obligados a vender el 80% de sus ingresos en divisas. Así mismo, el Banco de Rusia prohibió el pago de cupones a los inversores extranjeros que tuvieran deuda soberana denominada en rublos, mientras que a las empresas rusas también se les prohíbe pagar dividendos a sus accionistas en el extranjero, además de la prohibición temporal de vender activos rusos por parte de los inversores extranjeros para reducir la salida de dinero del país. Aún más, el gobierno ruso ha ordenado al Ministerio de Finanzas que destine hasta mil millones de rublos (10.300 millones de dólares) del Fondo de la Riqueza Nacional a la compra de acciones de empresas rusas.

El mayor nivel de inflación erosionará el poder adquisitivo de los consumidores rusos, lo que se traducirá en un descenso del consumo privado real, tradicional motor del crecimiento (50% del PIB). Aunados a la inflación, el aumento de los costes de financiación y el deterioro del sentimiento limitarán el gasto de los hogares y la inversión empresarial. Al mismo tiempo, las inversiones públicas no se han acelerado en los últimos años y actualmente se espera que queden en suspenso. Por otra parte, la economía rusa podría beneficiarse de la subida de los precios de las materias primas, especialmente de sus principales exportaciones energéticas. Sin embargo, los países de la UE anunciaron su intención de limitar importaciones provenientes de Rusia. La AIE publicó un plan de 10 puntos para reducir la dependencia europea de Rusia, estimando que Europa podría reducir sus importaciones en más de un tercio en un año. De ser así, se debilitaría la demanda y unos precios descenderían, especialmente porque las necesidades inmediatas europeas disminuirán, al acercarse el final de la temporada de invierno. Esta tendencia podría reforzarse en caso de que Rusia disminuya o detenga los flujos de oleoductos hacia Europa como contra-sanción. En el sector industrial, la restricción del acceso a los semiconductores, ordenadores, telecomunicaciones, automatización y equipos de seguridad de la información producidos en Occidente será perjudicial, dada la importancia de estos insumos en los sectores rusos de minería y manufactura.

Cuadro 1

## IMPACTO DE LA EXCLUSIÓN DE ALGUNOS BANCOS RUSOS DEL SWIFT

La Sociedad de Telecomunicaciones Financieras Interbancarias Mundiales (SWIFT) es un sistema de mensajería global para los bancos. SWIFT es una cooperativa internacional de bancos, de todo el mundo, que se asemeja a una línea de sangre para todas las finanzas internacionales. El propio SWIFT no liquida pagos, pero su sistema estandarizado de mensajes seguros es de gran confianza, ya que permite a un banco que recibe un mensaje estar seguro de que se trata de una instrucción válida y proceder con seguridad. Además, permite a los bancos procesar grandes volúmenes de transacciones con gran rapidez. Swift conecta a 11,000 bancos e instituciones de más de 200 países.

La Comisión Europea anunció la exclusión de siete bancos de SWIFT: VTB Bank (el segundo banco más grande), Vnesheconombank (VEB), Rossiya Bank, Sovcombank, Bank Otkritie, Novikombank y Promsvyazbank.

Para mitigar las consecuencias de la decisión sobre los pagos por petróleo y gas, Sberbank (el mayor prestamista por activos) y Gazprombank (involucrado en gran medida en el sector energético) no están incluidos en la lista.

En este contexto, los bancos rusos dispondrán de tres opciones alternativas para las transacciones:

- Los bancos rusos podrían seguir realizando transacciones transfronterizas recurriendo a herramientas de comunicación más lentas y menos seguras, como faxes, correos electrónicos, llamadas telefónicas y cartas (como hicieron los bancos iraníes entre 2014-2016). Estos procesos serían más costosos y más vulnerables a los ciberataques.
- Las transacciones podrán realizarse a través de los bancos rusos que no hayan sido excluidos de SWIFT, si existe un "acuerdo de corresponsalia" entre ambos bancos. En caso contrario, las empresas tendrán que abrir una cuenta en los bancos autorizados a operar en SWIFT para realizar sus transacciones.
- Para realizar transacciones a través de redes de pago alternativas: (a) el Sistema de Transferencia de Mensajes Financieros (SPFS, por sus siglas en inglés), desarrollado por el Banco Central de Rusia o (b) el Sistema de Pagos Interbancarios Transfronterizos (CIPS, por sus siglas en inglés) de China. Sin embargo, estos dos sistemas alternativos tienen muchos menos participantes que SWIFT, lo que limita mucho las posibilidades de realizar transacciones.

El Sistema de Transferencia de Mensajes Financieros (SPFS) de Rusia funciona bien para las transacciones nacionales, pero tiene unos costes de transacción más elevados. Actualmente, 400 bancos ya se han conectado al SPFS. Entre ellos hay bancos rusos, algunos bancos de los países de la CEI y bancos de Alemania, Suiza, Francia, Japón, Suecia, Turquía y Cuba. El número de participantes extranjeros en el sistema PESA crece constantemente, 2021, y a finales de No40. obstante, su ubicuidad no es comparable a la de SWIFT.

A finales de enero de 2022, había 1.280 participantes en el Sistema de Pagos Interbancarios Transfronterizos de China (CIPS), incluidos los participantes directos 75 e indirectos 1,205, que abarcan países 103 y regiones de todo el mundo. Los participantes directos abren una cuenta en el CIPS, y pueden enviar y recibir negocios directamente a través del CIPS. Los participantes indirectos obtienen los servicios proporcionados por CIPS indirectamente a través de los participantes directos. Los participantes indirectos de CIPS pueden seguir necesitando pasar por SWIFT para completar las liquidaciones.

Entre los participantes directos, hay 11 bancos extranjeros (DBS, Citibank, JPMorgan, Standard Chartered, HSBC, Deutsche, BNP Paribas, ANZ, MUFJ, Mizuho y SMBC). Algo más de un tercio (27 de 75) están ubicados en el extranjero, donde todos son filiales extranjeras de empresas chinas, con ocho en Europa, de las cuales una en Rusia (Industrial and Commercial Bank of China RMB Clearing Bank en Rusia). Entre los participantes indirectos, hay 934 empresas en Asia (541 empresas en China), 159 empresas en Europa, 43 empresas en África, 29 empresas en Norteamérica, 23 empresas en Oceanía y 17 empresas en Sudamérica.

Al menos 23 bancos rusos están conectados al CIPS (como participantes indirectos), y Rusia no tendrá problemas para hacer negocios en yuanes a través del CIPS. Además, las principales instituciones rusas, tanto privadas como estatales, sólo han aceptado pagos en yuanes en los últimos años. Por ejemplo, en septiembre de 2021, Gazprom pasó de aceptar pagos en dólares a pagos en yuanes para combustible de aviación. Aunque tiene más participantes que el PESA, su ubicuidad tampoco es comparable a la de SWIFT.

Incluso antes de que formalmente se apliquen estas restricciones oficiales, varias empresas occidentales ya han decidido detener o limitar su actividad en la Federación Rusa. Para intentar limitar el impacto, Rusia probablemente querrá profundizar en sus relaciones comerciales con China (cuadro 2), quien ya es el principal mercado de sus exportaciones e importaciones.

Cuadro 2

**EL PAPEL DE CHINA FRENTE A LA CRISIS RUSO-UCRANIANA**

El comercio bilateral alcanzó un récord de 145 900 millones de dólares en 2021, frente a los 107 800 millones de dólares en 2020. Las exportaciones chinas a Rusia aumentaron un 35% desde 2020 (hasta los 67 600 millones de dólares); mientras que las importaciones procedentes de Rusia aumentaron un 12% (hasta los 78 400 millones de USD. Con el dominio la de casi dos tercios de las importaciones energéticas totales de China desde Rusia. Las empresas rusas también han manifestado su preferencia por el uso de yuanes para las liquidaciones comerciales, las cuales aumentaron, del 3,1% del comercio entre China y Rusia en 2014, a un 17,5% en 2020. El 25 de febrero de 2022, la unidad petrolera de Gazprom, anunció que está cambiando completamente a yuanes para el combustible de aviación.

**Acuerdo bilateral de intercambio de divisas locales**

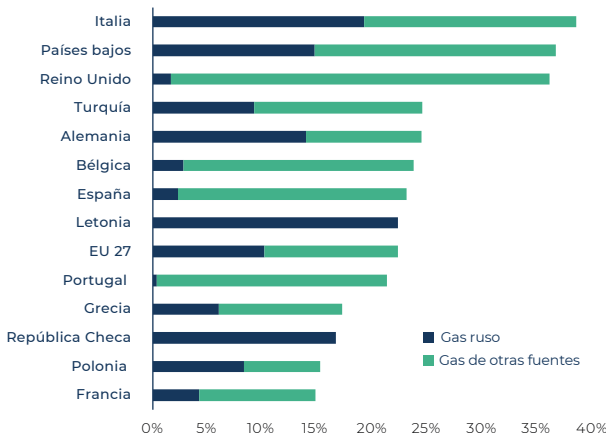
En octubre de 2014, el Banco Popular de China (PBoC) y el CBR firmaron un acuerdo bilateral de intercambio de moneda local con una escala de 150 000 millones de RMB / 815 000 millones de rublos, con una validez de tres años. Este acuerdo de intercambio se prorrogó dos veces, en noviembre de 2017 y 2020. Se han iniciado múltiples intercambios bilaterales en moneda local, con fondos proporcionados a bancos comerciales chinos y rusos, según los informes de prensa, aunque los detalles proporcionados son muy pocos. No obstante, la sucursal del PBoC en Qingdao dijo en 2018 que había facilitado un préstamo en rublos, haciendo recurso del intercambio, con el Banco de China; prestando rublos a una empresa local para que pudiera importar productos rusos.

**Sin duda, las economías europeas corren mayor riesgo**

Europa es sin duda la región más vulnerable, por su dependencia del petróleo y el gas rusos (gráfico 8). Aunque la dependencia del gas ruso varía mucho de un país a otro, todas las economías se verán afectadas por la subida de los precios del gas en el continente. Junto con el aumento del precio de otros productos básicos, esto alimentará las presiones inflacionistas en todos los países de la región, reducirá la renta disponible de los hogares y, a su vez, el consumo privado. Además, dados los importantes flujos comerciales dentro de la eurozona, es muy probable que todas las economías se vean afectadas de forma significativa.

En el caso de Alemania, el gas natural es la segunda fuente de energía y 31,6 millones de personas (el 37% de la población) viven en un hogar calentado con gas. Las importaciones de gas procedentes de Rusia (65% del total de las importaciones de gas) no son fácilmente sustituibles, ya que no hay terminales de GNL en los puertos alemanes, pero no esperamos, al menos a corto plazo, que Alemania se quede sin gas (las reservas son suficientes para pasar el invierno). Aparte del gas, el comercio directo de mercancías con Rusia es muy reducido. Sin embargo, existe una cierta conexión en la industria automotriz.

**Gráfico 8:** Gas natural como porcentaje del consumo total de energía primaria en 2019



Sources: Eurostat, Coface

Si bien, Alemania será la más afectada de las principales economías de la eurozona, Italia no se queda atrás. Aunque Italia ha gestionado las reservas de almacenamiento mejor que otros países europeos (39% de capacidad frente a una media del 30% la UE); el Primer Ministro, Mario Draghi, advirtió que los niveles actuales son bajos (no suelen alcanzarse hasta finales de marzo). En cuanto a la estabilidad financiera, la exposición relativamente fuerte de Unicredit ha suscitado preocupación, pero con su filial rusa representa alrededor del 3% de los ingresos y del capital del grupo, por lo que no se trata de un riesgo sistémico.

Francia depende menos del gas ruso, por un lado, porque consume menos debido a su inversión en energía nuclear y, por otro, porque Rusia es su segundo proveedor, por detrás de Noruega (20% frente a 36%). Sin embargo, Rusia representa alrededor del 10% de varias importaciones de metales: aluminio, minerales de hierro, níquel y titanio. Además, Ucrania es también un proveedor clave de aceite de girasol (65% del total de las importaciones de aceite crudo de girasol). Aunque sea menos dependiente del gas ruso, que sólo representa el 9% de sus importaciones de gas (por detrás de Argelia, Nigeria o incluso Qatar), la economía española puede ver cómo algunos sectores se ven directamente afectados por la dependencia de las importaciones ucranianas de maíz (30% del total de las importaciones de maíz) y de aceite de girasol (70%). Además, como se ha puesto de manifiesto en los últimos meses, la inflación energética es especialmente volátil en España debido a la gran proporción de contratos con variación diaria de precios. En consecuencia, el consumo que a finales de 2021 todavía estaba un 8% por debajo de su nivel anterior a la crisis debido a la reducción de la renta disponible (en comparación con otras grandes economías de la eurozona), podría verse arrastrado aún más. Aunque la inflación parecía temporal, y se esperaba que retrocediera en la segunda mitad de 2022, es probable que el aumento de los precios de la energía durante un periodo prolongado alimente las presiones inflacionistas. De acuerdo a nuestra estimación, el aumento de los precios de las materias primas dará lugar a 1,5 puntos porcentuales de inflación adicional en la zona euro en 2022. Como los costes de los insumos seguirán siendo elevados durante más tiempo, esto debería afectar aún más a la rentabilidad de las empresas y a su capacidad para absorber estos costes, que se trasladarían así a los consumidores, alimentando los efectos de segunda ronda y/o de transmisión de la inflación.

El próximo 10 de marzo, el consejo del Banco Central Europeo (BCE) publicará su última previsión de inflación, que probablemente mostrará una revisión al alza, lo que hará que aumenten las presiones para endurecer su política monetaria antes y más. Sin embargo, cabe mencionar que las herramientas del BCE no tienen ningún control sobre los precios de la energía. Además, con los mercados financieros a la baja, el entorno se ha vuelto más adverso. El BCE dijo en un comunicado que estaría dispuesto a estabilizar los mercados financieros. Tal y como estaba previsto inicialmente, es probable que ponga fin al programa de compras de emergencia (PEPP) a finales de mes, y que mantenga su comunicación sin cambios por ahora. Es probable que se posponga cualquier debate sobre una subida de los tipos de depósito hasta que haya una visión más clara de las perspectivas económicas y políticas de Europa. Los rendimientos de los bonos soberanos italianos y griegos a 10 años bajaron unos puntos básicos el

1 marzo, tras los comentarios de los funcionarios del BCE para prevenir el riesgo de una subida prematura de los tipos de interés. En términos de sostenibilidad de la deuda, la permanencia en un entorno de tipos de interés ultra bajos compensaría con creces los vientos en contra de la estanflación a los que se enfrenta actualmente Europa. En el momento de redactar este informe, en lo que podríamos denominar el mejor de los casos, suponiendo una relajación gradual de las tensiones y un descenso de los precios de las materias primas desde su elevado pico actual -aunque sigue siendo elevado-, estimamos un impacto medio en la Eurozona cercano a un punto porcentual, con un descenso mayor en los países más expuestos, como Alemania. Sin embargo, no se puede descartar un escenario más adverso, en el que podríamos ver una mayor interrupción de los flujos de energía. Por ejemplo, un corte total de los flujos de gas natural ruso hacia Europa afectaría considerablemente a la actividad económica por una reducción del 40% del suministro de gas natural. Suponiendo la sustitución de la energía donde sea posible, y el racionamiento del suministro de gas donde sea menos perjudicial para la actividad económica (reduciendo así a la mitad la elasticidad aparente del PIB con respecto a la energía), el impacto en el PIB de la zona euro podría alcanzar 4 puntos porcentuales, lo que supondría crecimiento anualizado de cero.

En este caso, la magnitud de la inflación adicional dependerá estrechamente de las medidas gubernamentales para reducir la factura energética de los hogares y las empresas, lo que a su vez dependerá del margen de maniobra fiscal de cada país. A pesar de no estar directamente expuesto a Rusia, ya que los flujos comerciales son reducidos e incluyen principalmente el oro, el Reino Unido importa de Rusia la mayor parte de su paladio y una proporción significativa de su platino (65% y 33%, respectivamente). Aunque antes del conflicto, el Banco de Inglaterra (BoE, por sus siglas en inglés) había previsto que la inflación alcanzaría un pico superior al 7% en abril, cuando entrara en vigor un incremento del 54% en las facturas reguladas de energía de los hogares, y es probable que el aumento de los precios de las materias primas haga que los precios suban aún más. Aunque se esperaba que el BoE siguiera subiendo sus tipos de interés (tres subidas adicionales previstas) en 2022, se teme un golpe en el crecimiento, el cual podría ralentizar el calendario de normalización de la política.

La región de Europa Central y del Este (ECE) depende en gran medida de las importaciones de petróleo y gas natural de Rusia. En cuanto al petróleo, la dependencia a Rusia es elevada, especialmente para Eslovaquia (100% de su petróleo procede de Rusia), Lituania (73%) y Polonia (72%), mientras que las importaciones de gas natural ruso son cruciales para Macedonia del Norte (100%), Letonia (100%), República Checa (100%), Hungría (95%), Eslovaquia (85%) y Bulgaria (75%). Polonia, que cubre alrededor del 50% de sus necesidades de gas natural con Rusia, anunció antes del conflicto que no prorrogaría sus contratos energéticos más allá de 2022. En el pasado, los países de ECE experimentaron amenazas de reducción temporal del suministro a través de los gasoductos Yamal, Druzhba South y Odessa-Brody-Plock. En Polonia, a pesar de no ser tan significativa, la depreciación del PLN polaco (-4% desde la escalada del conflicto), es probable que aumente los costes de importación. La importancia del mercado ruso para las exportaciones de los países de ECE es mucho menor que antes. En esta región, las economías bálticas son las más expuestas debido a su proximidad geográfica a Rusia y a sus vínculos comerciales históricos. Sin embargo, la región de Europa Central y del Este, que depende más de las economías de Europa Occidental, también se verá afectada por el descenso de la demanda regional, así como por nuevas limitaciones de la oferta, ya que las economías están muy integradas en las cadenas de suministro europeas.

## Ninguna región está exenta de la inflación importada y las interrupciones mundiales del comercio

Al igual que en el resto del mundo, las repercusiones en Asia-Pacífico se dejarán sentir casi inmediatamente a través del aumento de los precios de las importaciones, sobre todo de la energía, ya que muchas economías de la región son importadoras netas de energía, encabezadas por China, Japón, India, Corea del Sur, Taiwán y Tailandia. Cabe mencionar que sólo Malasia (petróleo y gas) e Indonesia (gas) son exportadores netos. El aumento de la inflación puede tener consecuencias para la política monetaria de la ASEAN. Por ahora, sólo el banco central de Singapur endureció su política en octubre de 2021 y enero de 2022. Por su parte, el Banco de Indonesia anunció a principios de año que empezaría a aumentar gradualmente los coeficientes de reservas obligatorias, mientras que se evaluaría una subida de los tipos de interés más adelante en el año, probablemente durante el tercer trimestre.

Sin embargo, la postura en Malasia siguió siendo acomodaticia para apoyar el crecimiento económico. A pesar de que la inflación superó el objetivo del Banco de Tailandia del 1-3% en enero, el banco central también sigue siendo acomodaticio al expresar los riesgos para la recuperación económica. Mientras aumentan las presiones inflacionistas, el conflicto también hará bajar la demanda externa. Los bancos centrales asiáticos tendrán que priorizar entre el control de la inflación -en medio de un aumento de la aversión al riesgo que podría exacerbar la inflación importada a través de las depreciaciones de las monedas- y el apoyo al crecimiento. Esto también tendría un impacto en las finanzas públicas. Por ejemplo, Tailandia ha aplicado subvenciones a los precios de venta de los combustibles para limitar su impacto en la inflación desde noviembre de 2021. También ha aprobado recientemente recortes de los impuestos sobre el gasóleo. En consecuencia, con menos ingresos y más gastos en subsidios, el gobierno tailandés necesitará pedir dinero prestado, presionando la deuda pública, que alcanzó el 58.9% del PIB, en 2021, el más alto en 21 años.

Este es también el caso de Indonesia, puesto que las subvenciones estatales superaron la asignación presupuestaria en un 39% en 2020 y fueron las más altas desde 2014. También podría

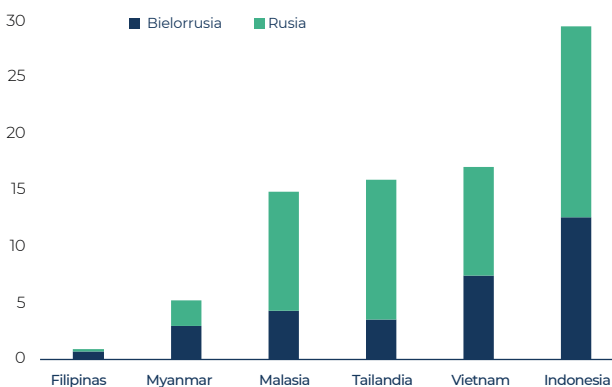
haber un impacto específico en sectores (por ejemplo, la agricultura, la electrónica), cruciales para algunas economías asiáticas por las interrupciones en el suministro de mercancías. Dado que Ucrania es un importante proveedor de gas neón para el sector de los semiconductores, se teme que se produzcan nuevas interrupciones en la producción de chips. Sin embargo, hasta el momento, los principales productores de semiconductores (TSMC, SK Hynix, Samsung) han indicado un impacto limitado en la adquisición de materias primas, gracias a mayores reservas de amortiguación y a la diversificación de las fuentes de aprovisionamiento. Además, los fertilizantes son fundamentales para que India provea a su sector agrícola, que emplea al 60% de la mano de obra del país y representa el 15% del PIB. Alrededor de un tercio de las importaciones de potasa de la India son cubiertas por Rusia y Bielorrusia. Una interrupción en el suministro de fertilizantes dificultaría la productividad del sector agrícola. Este sería también el caso de muchos países del sudeste asiático (gráfico 9). Dado que el sector primario representó el 14% y el 15% del PIB de 2020 para Indonesia y Vietnam, respectivamente, una disminución de las cosechas frenaría el crecimiento económico. También en relación con la agricultura, Ucrania suministra gran parte del trigo, avena y otros cereales de la región, 9.2% en 2020, mientras que Rusia aporta casi un 4%. Ambos países combinados representan la tercera fuente de importaciones de cereales (gráfico 10).

Se espera que la disminución de los rendimientos agrícolas contribuya a mayor inflación de los alimentos. Dado que los alimentos ocupan una parte importante de la cesta de precios de los bienes de consumo en muchas economías de la región, esto hará subir la inflación general de los precios de consumo y perjudicará el consumo (gráfico 11- Ver siguiente página).

Puesto que los vínculos comerciales y financieros de América del Norte con Rusia y Ucrania son bastante limitados, el impacto del conflicto se sentirá principalmente: 1) a través del canal de precios y 2) como subproducto de la ralentización del crecimiento europeo. A pesar de la perspectiva de crecimiento económico más lento y mayor inflación, no se espera que los recientes acontecimientos geopolíticos desvíen la política monetaria en América del Norte, por el momento. Como era de esperarse, el 2 de marzo el Banco de Canadá elevó su objetivo de tipo de interés en 25 puntos básicos, hasta el 0.50%, lo que supone la primera subida de tipos desde octubre de 2018. También se espera que la Reserva Federal (Fed) de EEUU inicie

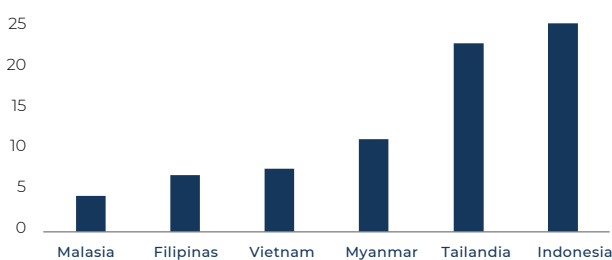


Gráfico 9: Participación de Rusia y Bielorrusia en las importaciones totales de fertilizantes (%)



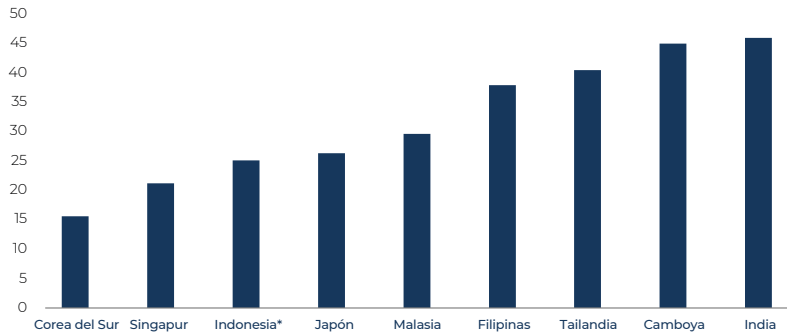
Sources: ASEAN statistics, Coface

Gráfico 10: Participación de Rusia y Ucrania en las importaciones totales de cereales (%)



Sources: ASEAN statistics, Coface

Gráfico 11: Participación de los precios de los alimentos en la canasta del IPC (%)



Sources: national sources, CEIC  
\* Incluyendo el tabaco

un ciclo de subidas de tipos al concluir su próxima reunión de política monetaria, prevista para los días 15 y 16 de marzo. Se sigue esperando que la Fed suba 4 veces los tipos en 25 puntos básicos y que empiece a reducir el tamaño de su balance general este año.

### Oriente Medio: Turquía e Israel avencinan riesgo de escasez de alimentos

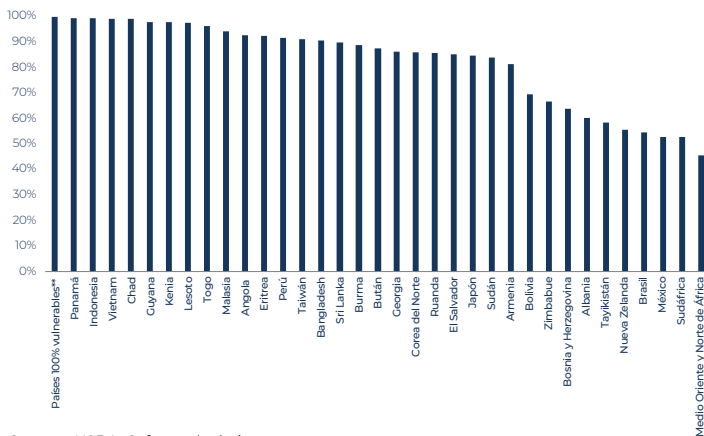
El impacto de la crisis ucraniano-rusa en Oriente Medio tendrá dos caras. En un primer momento, el aumento de los precios de la energía apoyará los resultados del crecimiento y mejorará las balanzas fiscales de los países del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG). A pesar de los esfuerzos de diversificación económica, la mayoría de las economías del CCG continúan dependiendo de los ingresos del petróleo (los hidrocarburos representan aproximadamente el 35% del PIB en Arabia Saudí, el 45% en Kuwait, el 40% en Qatar y el 30% en los Emiratos Árabes Unidos). Estos países también se beneficiarán de la subida de los precios de los metales, ya que se encuentran entre los principales bienes exportados por la región. Por ejemplo, Bahréin es uno de los mayores productores de aluminio del mundo, que representa alrededor del 20% de sus exportaciones totales. Sin embargo, como los países del CCG importan alrededor del 85% de sus alimentos, estos países son vulnerables a la escasez de alimentos. Otro país que podría verse vulnerado ante la escasez de alimentos es Israel, ya que Ucrania ha sido su principal proveedor de cereales en los últimos años, así como un proveedor clave de algunos productos lácteos (mantequilla, leche).

A diferencia de los países del CCG, Rusia es uno de los mayores socios comerciales de Turquía: el país representa el 26% del total de las exportaciones turcas y el 11% del total de las importaciones, siendo las principales importaciones el gas natural, los metales y los cereales. Las tensiones inflacionistas, que ya son muy elevadas, se verán exacerbadas. Tras los últimos acontecimientos, la lira turca se debilitó un 5%, hasta 14.2 frente al dólar. Los CDS, a 5 años, del país subieron 40 puntos básicos, hasta 583, y el rendimiento de los bonos, a 10 años, aumentó 150 puntos básicos, hasta 24%. Además, alrededor de una quinta parte de la cartera de proyectos de 426 000 millones de dólares de la industria contratante turca en el extranjero está vinculada a proyectos asentados en Rusia. Ambos países también colaboran en un proyecto de construcción de un reactor nuclear, en respuesta a la construcción de la primera central nuclear de Turquía, encabezada por Rusia.

### África: precios de alimentos y combustibles podrían detonar mayor presión social

Al igual que en el resto del mundo, la distinción entre ganadores y perdedores del aumento de los precios de los productos básicos, en África será determinada por la posición de cada país como importador o exportador neto de productos básicos. Así, los principales importadores de productos agrícolas -como el norte de África, Nigeria, Sudáfrica, Etiopía, Kenia, Senegal, Ghana, Zimbabwe, Mozambique, Camerún, Benín, Níger y Guinea - se verán afectados por la subida de los precios (gráficos 12 y 13). Muchas economías africanas, especialmente en el norte de África, también dependen de Rusia y Ucrania para las importaciones de alimentos y el turismo. En particular, en 2019, Egipto importó más del 70% de su trigo de Rusia y Ucrania. Por otro lado, es probable que algunos otros países se beneficien de un mayor interés en sus reservas de hidrocarburos y minerales y, por lo tanto, de la aceleración de las inversiones o de nuevas: Mauritania, Senegal, Ghana, Costa de Marfil, Mozambique, Uganda, etc. En épocas de crisis, como la actual, con la flexibilización de las restricciones relacionadas con la COVID-19 el descontento popular tiende a crecer. Recientemente, se han producido protestas populares contra los altos precios de los alimentos, la energía y los insumos agrícolas en Kenia, Marruecos y Malawi. Además del impacto de los precios mundiales, la interrupción de la logística, la depreciación de la moneda (potencialmente incrementada por el endurecimiento monetario en el UU. y en otros lugares), y a veces la imposición o el aumento de impuestos, también están relaciona-

Gráfico 12: Trigo: países con mayor vulnerabilidad

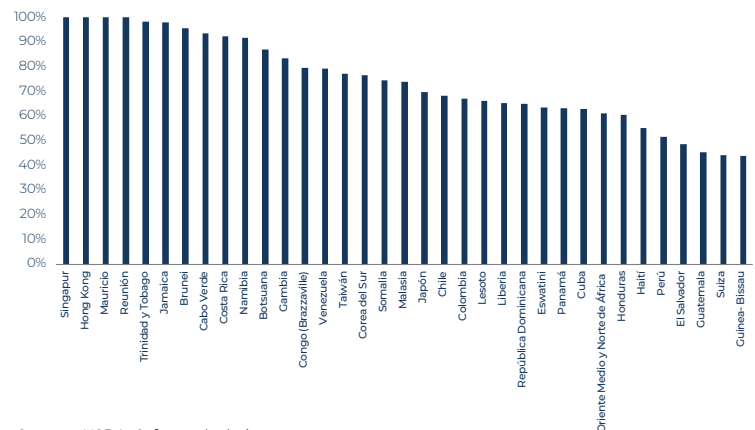


Sources: USDA, Coface calculation

\* Vulnerabilidad se define como: importación-exportación/consumo

\*\* Barbados, Benín, Burkina Faso, Camerún, Colombia, Congo (Brazzaville), Congo (Kinshasa), Costa Rica, Costa de Marfil, Cuba, República dominicana, Ecuador, Fiji, Gabón, Ghana, Guatemala, Guinea, Haití, Honduras, Hong Kong, Jamaica, Corea del Sur, Liberia, Madagascar, Malawi, Mauritania, Mauricio, Mozambique, Namibia, Nicaragua, Níger, Nigeria, Nueva Papúa Guinea, Filipinas, Senegal, Sierra Leona, Singapur, Somalia, Tanzania, Tailandia, Trinidad y Tobago, Uganda y Venezuela.

Gráfico 13: Otros granos (sorgo, maíz, arroz, etc.): países con mayor vulnerabilidad



Sources: USDA, Coface calculation





---

#### DISCLAIMER / DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

El presente documento refleja la opinión del Departamento de Investigaciones Económicas de Coface, a partir de la fecha de su elaboración y sobre la base de la información disponible; puede ser modificado en cualquier momento. Las informaciones, los análisis y las opiniones contenidas en el presente documento han sido elaborados a partir de múltiples fuentes consideradas fiables y serias; sin embargo, Coface no garantiza la exactitud, la exhaustividad o la realidad de los datos contenidos en este documento. Las informaciones, los análisis y las opiniones se proporcionan únicamente con fines informativos y tienen por objeto completar la información de que dispone el lector. Coface publica este documento de buena fe y con base en una obligación de medios (entendida como medios comerciales razonables) en cuanto a la exactitud, integridad y realidad de los datos. Coface no se hace responsable de los daños (directos o indirectos) o pérdidas de cualquier tipo que sufra el lector como consecuencia de la utilización por parte de éste de las informaciones, análisis y opiniones. Por lo tanto, el lector es el único responsable de las decisiones y consecuencias de las decisiones que tome sobre la base de este documento. Este documento y los análisis y opiniones expresados en él son propiedad exclusiva de Coface; el lector está autorizado a consultarlos o reproducirlos sólo para uso interno, siempre que estén claramente marcados con el nombre "Coface", que este párrafo sea reproducido y que los datos no sean alterados o modificados. Se prohíbe cualquier uso, extracción, reproducción para uso público o comercial sin el consentimiento previo de Coface. Se invita al lector a consultar los avisos legales de la página web de Coface:  
<https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.

---

#### **COFACE SA**

1, place Coste et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France  
[www.coface.com](http://www.coface.com)