

# Qué es el riesgo-país

José Luis J. Guajardo-Fajardo y Rafael Pampillón

**L**A reciente crisis de México ha marcado un significativo cambio en las expectativas sobre las economías emergentes. Como señaló Paul Krugman en estas mismas páginas, la situación sufrida por ese país va a repercutir indefectiblemente sobre la actitud de los inversores, las empresas y las entidades financieras, dificultando el panorama para los países en vías de desarrollo en esta segunda mitad de la década de los noventa<sup>1</sup>. No obstante, sigue siendo cierto que en muchos de esos países continúan existiendo importantes oportunidades de negocio y el hecho de que haya aumentado el riesgo no tiene por qué traducirse en un cese o disminución de las transacciones y operaciones con los mismos, sino más bien en un mayor y mejor seguimiento de la evolución de sus economías.

Este trabajo analiza tres aspectos de interés a la hora de valorar el riesgo en operaciones con terceros países: —¿qué es y por qué se produce el riesgo-país?— los diferentes aspectos a tener en cuenta a la hora de valorar dicho riesgo; y por último, utilizaremos un sistema de valoración para analizar los diez primeros países en los que las empresas españolas tienen una mayor concentración de riesgo.

La internacionalización de la economía no es un fenómeno nuevo: desde hace siglos han existido de una forma u otra operaciones comerciales o financieras entre países. Sin embargo, como ha señalado Jordi Canals<sup>2</sup> lo característico de nuestra época es, precisamente, la rapidez e intensidad con que este fenómeno se está extendiendo. Hoy en día, es posible adquirir cualquier producto y muchos servicios elaborados en otros países, así como colocar nuestros activos con relativa facilidad en el exterior.

---

José Luis J. Guajardo-Fajardo es economista del servicio de estudios de Caja de Madrid. Rafael Pampillón es catedrático de Economía Aplicada de la universidad San Pablo y director de Investigación del Instituto de Empresa.

Esta creciente internacionalización de la economía plantea nuevas oportunidades a empresas, inversores o consumidores, a la vez que exige un mayor análisis de las acciones a realizar. En este sentido, la valoración del riesgo de una determinada operación internacional necesita, fundamentalmente, del análisis de tres premisas: el riesgo del país, el del sector y el empresarial.

El riesgo-país puede ser definido en un sentido amplio como el riesgo en el que concurren las deudas de un país, globalmente consideradas, por circunstancias distintas del riesgo comercial habitual. Dentro del riesgo-país conviene distinguir entre el denominado riesgo soberano, el de transferencia y un tercer tipo de riesgo al que podemos llamar genérico. El riesgo soberano es el adquirido cuando se opera directamente con el gobierno o las administraciones públicas de un determinado país, así como el garantizado por el Estado. El riesgo de transferencia es el derivado de la imposibilidad de repatriar fondos (capital, intereses, dividendos) como consecuencia de la situación económica de un país y más concretamente por la falta de divisas en el momento de remitir los fondos. Y, por último, el riesgo genérico, en el que se pueden englobar un mayor número de imponderables (conflictos sociales, devaluaciones, recesiones) cuya evolución puede ser determinante para el éxito o la pérdida en una determinada empresa.

El riesgo-país básicamente se puede sintetizar en dos consideraciones estrechamente relacionadas: la capacidad para poder hacer frente a los pagos y la voluntad de querer realizarlos. La capacidad de pago está directamente vinculada a la balanza de pagos: surge cuando un país no tiene capacidad suficiente para generar o acceder a las divisas necesarias para poder pagar todas sus deudas, ya sean importaciones de bienes o servicios o bien para el cumplimiento del servicio de las deudas que anteriormente ha contraído. En cuanto a la voluntad de querer realizar dichos pagos, ésta depende de consideraciones políticas del momento, como por ejemplo procurar una posición de fuerza de cara a posibles negociaciones de la reestructuración de la deuda o para generar ciertos sentimientos nacionalistas.

Por tanto, el análisis riesgo-país debe identificar los peligros a los que un inversor se expone al elegir un determinado país para

---

1. Paul Krugman, "Tulipanes holandeses y mercados emergentes". *POLÍTICA EXTERIOR*, núm. 47, Octubre / Noviembre 1995, págs. 57-76.

2. Jordi Canals, *La internacionalización de la empresa*. Madrid: Mc-Graw-Hill. 1994.

llevar a cabo sus operaciones. La proyección hacia el futuro de variables políticas, económicas y sociales que pueden afectar a la solvencia o liquidez del país se torna inevitable para el inversor durante el período que transcurre entre el momento de la inversión y su recuperación.

El riesgo-país es algo dinámico, en el que los factores que intervienen, tanto a nivel interno como externo, pueden variar significativamente en el tiempo. En este sentido, la percepción del riesgo está sujeta a los cambios de la economía mundial, así como a la política que en un momento dado prevalezca. Por ello, el análisis debe comprender tanto el desarrollo de la evolución de un país en particular como el de aquellos de su entorno que pueden tener un efecto indirecto sobre el mismo. No obstante, esta valoración varía de unos países a otros. Las características peculiares de un determinado país influyen de una manera importante a la hora de evaluar en qué situación se encuentra dicha nación. No es comparable, por ejemplo, el riesgo que se puede tener en un país como Argelia con el que se puede contraer con Polonia, aun en el caso de que ambas naciones puedan operar con niveles de endeudamiento similares, posean unas reservas de divisas parecidas o estén en la misma posición del ciclo económico. Por tanto, es conveniente a la hora de analizar el riesgo-país evaluar una serie de aspectos:

– *Riesgo político*. Factores como el tipo de sistema político imperante en el país, el margen de maniobra con el que cuenta el gobierno o la proximidad de unas elecciones son de vital importancia a la hora de analizar una operación. El caso de Irán en los años setenta es un buen ejemplo.

– *Riesgo económico*. ¿Es un país en vías de desarrollo? ¿Tiene una fuerte dependencia de las materias primas? ¿Qué tipo de política económica está implementando? Como puede observarse en el caso de Venezuela, la falta de una política económica bien definida repercute de forma negativa sobre su economía.

– *Riesgo de liquidez*. Aunque debe interpretarse más como un síntoma que como el origen de un problema, intentar descubrir si un país puede tener dificultades en un momento dado es un requisito imprescindible. Una notable lección la ofrece la crisis de México de diciembre de 1994.

– *Riesgo de solvencia*. Es un factor estrechamente ligado al anterior; en este caso hay que investigar las posibles causas de los problemas en un determinado país. Cuestiones como si existe ca-

pacidad suficiente para poder afrontar la deuda o si ésta puede incrementarse en un futuro, son algunos aspectos a valorar. En el ejemplo anterior, las razones que motivaron la falta de liquidez en México hay que buscarlas en las causas de los continuos desequilibrios externos que arrastraba el país.

### La cuantificación del riesgo-país

Para comprender y valorar mejor el nivel de riesgo-país procederemos a la obtención de un Índice Global de Riesgo (IGR)<sup>3</sup>, que nos permita comparar entre distintos países. Este índice se obtendrá como agregación de otros subíndices, teniendo en cuenta su correspondiente peso específico (cuadro 1). No obstante, al ser la valoración del riesgo-país algo dinámico, dicha ponderación no debe considerarse estática y puede variar según el tipo de operación (características especiales, horizonte temporal, etcétera) o bien a medida que evolucione la valoración de los distintos aspectos. Así, durante los años ochenta los índices de liquidez y solvencia eran,

Tipos de índices	Ponderación
Índice político (IP)	40 %
Índice económico (IE)	25 %
Índice de solvencia (IS)	20 %
Índice de liquidez (IL)	15 %

Cuadro 1.

Nivel de riesgo	Valoración
Muy Bajo (MB)	10
Bajo (B)	de 8 a 9
Mediano (M)	de 5 a 7
Alto (A)	de 2 a 4
Muy Alto (MA)	de 0 a 1

Cuadro 2.

los más significativos, mientras que en la actualidad quizá sea el índice político el más representativo. Para estimar el indicador político, por ejemplo, se deberán valorar a su vez distintos factores como el tipo de sistema político, alternativas al régimen político vigente,

3. Rafael Pampillón, *Análisis económico de países*. Madrid: McGraw-Hill, 1993.

Clasificación del país	Valoración	
	País muy seguro	de 80 a 100
País con riesgo bajo	de 60 a 80	Rating de inversión
País con riesgo apreciable	de 40 a 60	Rating de inversión
País con riesgo elevado	de 20 a 40	Rating de especulación
País muy peligroso	de 0 a 20	Rating de especulación

**Cuadro 3.**

proximidad de unas elecciones, etcétera, mediante un baremo al que asociaremos un nivel de riesgo comprendido entre 0 (muy alto) y 10 (muy bajo), como queda descrito en el cuadro 2.

El resultado final oscilará entre un valor de 0 a 100, siendo 0 el nivel de riesgo-país más elevado y 100 la mejor situación posible. Por otra parte, según los valores obtenidos podemos realizar la clasificación del país que se puede ver en el cuadro 3.

No obstante, este análisis estructurado del riesgo, fundamentado sobre criterios objetivos y cuantificables, debe ser complementado a su vez por un cuidadoso examen cualitativo de la situación del país. Conocer en profundidad el sistema político, económico o financiero es un requisito ineludible a la hora de realizar valoraciones sobre posibles oportunidades de negocio, aun a pesar del componente de subjetividad que puede ir ligado a este tipo de análisis. En este sentido, su importancia influye de tal forma que a veces un solo componente puede modificar sustancialmente la valoración general del riesgo. Durante los años setenta, por ejemplo, Irán mantenía una valoración positiva en muchos aspectos a excepción del riesgo político (lo que le otorgaba una evaluación cuantitativa bastante superior a la de otros países) y, como todos conocemos hoy en día, el riesgo inherente a dicho factor fue determinante.

### Venezuela

Después de tres años de recesión en los que el PIB per cápita se situó por debajo de los niveles de 1991 (2.629 dólares en 1994 frente a los 2.707 dólares de 1991) y prácticamente se redujo a la mitad de los niveles alcanzados en los años ochenta, la situación ha llegado a un límite, tanto social como económicamente, en el que los cambios se tornan inevitables. A pesar de que la posición

	Indicador Político	Indicador Económico	Indicador de Solvencia	Indicador de Liquidez	Indicador Global del Riesgo
<b>Ponderación</b>	<b>40%</b>	<b>25%</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>100%</b>
Colombia	3,8	6,0	6,3	6,7	58,45
Argentina	5,5	6,5	5,5	4,0	54,70
Marruecos	6,0	5,0	4,6	5,8	54,45
China	4,6	5,3	6,3	6,1	53,40
Turquía	4,3	4,6	4,1	4,0	43,00
México	3,8	3,7	3,9	2,8	36,45
Venezuela	2,1	2,3	3,8	1,8	24,45
Argelia	1,6	2,4	2,8	2,1	21,55
Rusia	1,1	1,7	2,5	2,3	17,10
Cuba	2,0	2,3	0,9	0,8	16,75

Valoración del riesgo-país. Fuente: elaboración propia.

País	Clasificación del Riesgo País	Renta per capita 1994 (SUSA)	Población en 1994 (mill. de hab.)	Grupo de Ingresos	Nivel de Endeudamiento
Colombia	Riesgo apreciable	2.723	34,5	Mediano/Alto	Moderadamente endeudado
Argentina	Riesgo apreciable	8.400	33,9	Mediano/Alto	Severamente endeudado
Marruecos	Riesgo apreciable	1.219	26,6	Mediano/Bajo	Severamente endeudado
China	Riesgo apreciable	400	1.200	Bajo	Poco endeudado
Turquía	Riesgo apreciable	1.980	61,1	Mediano/Bajo	Moderadamente endeudado
México	Riesgo elevado	3.930	91,8	Mediano/Alto	Moderadamente endeudado
Venezuela	Riesgo elevado	2.629	21	Mediano/Alto	Moderadamente endeudado
Argelia	Riesgo elevado	1.476	27,4	Mediano/Alto	Moderadamente endeudado
Rusia	Muy peligroso	1.927	149,3	Mediano/Bajo	Moderadamente endeudado
Cuba	Muy peligroso	n.d.	11	n.c	n.c

n.d.= no disponible / n.c.= no clasificado

Valoración del riesgo-país. Fuente: Banco Mundial y EIU.

del gobierno del presidente Rafael Caldera no parece ser lo suficientemente fuerte como para poder realizar el duro ajuste que el país requiere, hay que reconocer que en los últimos meses ha manejado la situación con extremada delicadeza. En este sentido, tras oponerse durante los tres últimos años a secundar un plan de ajuste al estilo del Fondo Monetario Internacional (FMI) al final no ha tenido más remedio que aceptar sus recomendaciones y, lo que es más importante, convencer a la población y al Congreso de la necesidad de tan amarga medicina.

Durante 1995, las medidas acordadas por el gobierno para contrarrestar el deterioro que padecía la economía no tuvieron mucho éxito, al estar más orientadas a salir del paso que a definir una clara política económica<sup>4</sup>. Ante ese contexto, el gobierno tuvo que elegir entre dos posibles opciones: profundizar en las medidas emprendidas (aumentos de los controles, fijación de precios, un mayor número de moratorias en el pago de las deudas, etcétera) o decidirse a efectuar los necesarios cambios estructurales. Un aplazamiento en el giro de la política económica conducía inevitablemente a un empeoramiento de la situación, mientras que un acuerdo con el FMI representaba un riesgo social en potencia. En cualquier caso, la única solución viable pasaba por la segunda opción y así pareció entenderlo el ejecutivo en una admirable maniobra de habilidad política. Sin embargo, el acuerdo alcanzado con el FMI en abril pasado, que incluye entre otros aspectos la devaluación de la moneda (que ha pasado de un cambio de 170 bolívars por dólar en 1994 a cerca de quinientos tras su libre flotación), la eliminación de los controles sobre precios y tipos de cambio y la elevación de los tipos de interés (hasta tasas reales positivas) va a tener un fuerte impacto sobre el mercado de bienes.

Así, las perspectivas de crecimiento para 1996 son bastante sombrías y apuntan a una caída de la actividad del orden del dos por cien, una aceleración en los precios (la inflación media podría situarse en el 110 por cien) y un déficit público entre el dos y el cuatro por cien del PIB. Por otra parte, la aportación del sector exterior será una vez más decisiva y se prevé que el superávit comercial ascienda hasta los 8.000 millones de dólares (16,5 por cien del PIB) y el de la balanza por cuenta corriente alcance los 2.500 millones (cinco por cien del PIB). La situación del sector

---

4. Servicio de Estudios de Caja de Madrid. *Boletín de Comercio Exterior*. Núm. 103. Venezuela. Diciembre 1995.

exterior constituye un hecho bastante peculiar de la economía venezolana pero no conviene olvidar que su salud está fuertemente concentrada en las exportaciones de petróleo (que representan cerca del ochenta por cien del total), que dependen en buena parte del precio de esta materia prima, y que las importaciones están restringidas por la recesión económica. Por consiguiente, el superávit comercial no deja de ser un tanto artificial.

En resumen, Venezuela mantiene en estos momentos una elevada incertidumbre y un riesgo importante. A pesar de que las medidas adoptadas apuntan en la dirección correcta todavía es pronto para ver su grado de aceptación y desarrollo, y un agravamiento de la situación política y/o social puede hacer inútiles los sacrificios. Por su parte, los retrasos en los pagos comerciales se han reducido de cuatro a tres meses, gracias a la supresión de los controles de cambios, mientras que la cobertura de importaciones se sitúa en seis meses. El riesgo crediticio se mantiene en niveles elevados, aun a pesar del positivo saldo en la balanza por cuenta corriente y de que el país no afronta un servicio de la deuda tan importante como otros países de su entorno.

### Marruecos

Tras diez años de ajuste y reformas estructurales encaminadas a corregir los graves desequilibrios generados a principios de los años ochenta, la situación actual por la que atraviesa el país es de cierta estabilidad. En estos momentos, el ajuste entre la profundización en las reformas y el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica pueden definirse como los principales objetivos de su política económica. En este sentido, son de esperar todavía mayores progresos en cuanto a la reducción del déficit público, la liberalización de la economía y una significativa promoción del sector privado.

Con un previsible crecimiento del PIB en torno al cinco por cien y con unos niveles de inflación similares a los actuales, las perspectivas a medio y largo plazo son ligeramente optimistas. No obstante, es importante resaltar que dichas perspectivas están fuertemente condicionadas a posibles *shocks*, tanto internos como externos. La economía marroquí sigue siendo muy dependiente del sector agrario, aun a pesar del esfuerzo realizado en los últimos años hacia la diversificación, y cualquier cambio de las condiciones climáticas tiene un fuerte efecto negativo sobre el conjunto



de la economía. Así, la persistente sequía que padeció el sector agrario en 1995, que disminuyó su producción en cerca de un 36 por cien respecto a 1994, se tradujo en una significativa caída de los niveles de vida de la población y en un considerable aumento del desempleo (al representar el cuarenta por cien de la fuerza laboral) y del déficit público (cinco por cien del PIB). De igual forma, su repercusión sobre el sector exterior acentuó el déficit comercial hasta los 2.700 millones de dólares (-7,7 por cien del PIB) en 1995, mientras que en la balanza por cuenta corriente ascendió a más de 1.300 millones (-3,8 por cien del PIB). El desequilibrio exterior tuvo a su vez un fuerte impacto sobre la deuda externa que experimentó un significativo crecimiento, en su mayor parte proveniente de las ayudas concedidas por el Banco Mundial y otros países, situándose cerca de los 22.800 millones de dólares (65 por cien del PIB).

Aunque por el momento las favorables perspectivas climáticas para 1996 y la positiva reacción del gobierno ante los desequilibrios del país permiten albergar cierto optimismo, de continuar la sequía durante los próximos años el riesgo-país podría incrementarse notoriamente, al producirse una pérdida de sensibilización de la población al programa de ajuste que obligará al gobierno a retocar su política. Además, otros factores importantes a tener en cuenta son el deterioro de la competitividad ante la apreciación que ha experimentado la moneda y los niveles preocupantes que alcanzan ciertos ratios de endeudamiento y liquidez.

### **Argelia**

Desde la anulación de las elecciones de 1992, en las que las fuerzas militares no reconocieron la victoria del FIS (Frente Islámico de Salvación) y tomaron el poder, la situación política del país cabe calificarla de muy alto riesgo. El conflicto entre las fuerzas del Estado y los integristas se ha cobrado 30.000 víctimas y la cifra crece a un promedio de mil personas por semana. Ni siquiera la reciente reelección de Liamin Zerual como presidente de Argelia ha cambiado demasiado el controvertido panorama político del país y no es previsible una mejora de la situación política a corto plazo.

Ante esta difícil tesitura, Argelia se encuentra inmersa en un proceso de transición económica de un sistema centralizado basado en las exportaciones de petróleo a una economía de libre de mercado. Desde mayo de 1994 el gobierno, en estrecha colabora-

ción con el FMI, está poniendo en marcha un nuevo programa de estabilización macroeconómica y acometiendo importantes reformas estructurales. Además, la reestructuración de la deuda oficial realizada el año pasado (con un período de gracia hasta 1998 y un aumento del período de amortización hasta quince años) ha permitido reducir el servicio de la deuda externa, descendiendo a su vez las necesidades financieras del país. Hasta el momento, los avances en la disminución del déficit público, la inflación o el desequilibrio exterior son prometedores, pero todavía persiste la grave crisis por la que atraviesa la economía, quedando por resolver importantes problemas como el desempleo (que supera tasas del treinta por cien de la población activa) o el bajo nivel de vida de la población. Al igual que otros muchos países exportadores de petróleo, el caso de Argelia viene a contrastar que la excesiva dependencia económica de dicha materia prima suele generar tantas ventajas como inconvenientes.

Según CESCE (Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación), Argelia fue el primer origen de impagados para las empresas españolas en 1994, representando una proporción de fallidos próxima al dieciséis por cien sobre el riesgo argelino y un 45 por cien sobre el total de riesgo. Por consiguiente, dada la situación del país, cualquier operación debe considerarse con extrema precaución.

### **Colombia**

El mayor riesgo que presenta Colombia está en el plano político, donde la inestabilidad procedente de las guerrillas y los narcotraficantes suele ser frecuente<sup>5</sup>. El conflicto político y social que han generado las acusaciones al propio presidente, Ernesto Samper, dura ya casi nueve meses y amenaza con deteriorar seriamente la situación del país.

En el plano económico, la perspectiva de unos mayores ingresos procedentes del petróleo durante el período 1995-99 han permitido al gobierno proyectar un incremento del gasto público en infraestructuras y programas sociales que mejorarán la situación del país. El denominado salto social está presupuestado en 44.000 millones de dólares para los próximos cuatro años, cantidad que

5. Para examinar con detalle este asunto véase R. Pampillón y G. Verna, "El narcotráfico en Colombia". *POLÍTICA EXTERIOR*, núm. 45, Junio / Julio 1995.

representa aproximadamente un setenta por cien del PIB de 1994. Sin embargo, el generoso crecimiento del gasto unido a los reparos del ejecutivo a efectuar algún tipo de recortes o subidas de impuestos que pudieran incrementar la conflictividad social, ha generado ciertos temores de un sobrecalentamiento de la economía, al igual que una mayor dificultad para controlar la inflación (que permanece en tasas en torno al veinte por cien). Ante esta tesitura, el Banco Central se ha visto obligado a endurecer su actual política monetaria por lo que el efecto neto de estas medidas es un tanto incierto. Por otra parte, es poco probable que el desequilibrio exterior pueda constituir un inconveniente importante, dadas las previsibles entradas de inversión directa en el país en los próximos años, si no se deteriora la situación política, y la mejora de la competitividad inducida por la depreciación de su divisa.

En líneas generales se puede calificar la situación económica de Colombia como bastante aceptable, lo que le permite figurar en la actualidad como el país mejor valorado dentro del continente suramericano. Su cautelosa política respecto a la deuda externa es una de las razones que fundamentan este argumento, siendo el único país de América Latina que no reestructuró su deuda durante los años ochenta, no dejando nunca de pagar sus cuotas. No obstante, hay que reconocer que todavía subyacen importantes problemas como la elevada tasa de inflación que afronta, la excesiva dependencia comercial de determinados países y productos y, sobre todo, la relevante pobreza de amplias capas de su población.

### **Rusia**

Desde que comenzara el difícil proceso de transición de un sistema de producción centralizado a uno de libre mercado, la economía rusa viene atravesando un duro proceso de ajuste. Un sustancial descenso de la producción, un elevado número de desempleados, altas tasas de inflación y, sobre todo, una importante caída del nivel de vida, son algunos rasgos característicos de los últimos años. Sin embargo, a pesar de los graves problemas y de las deficiencias de política económica, la economía rusa empieza a dar ciertas señales de mejoría, como ha reconocido el FMI en su último informe.

El avance en las reformas estructurales y el aumento de restrictivas políticas monetarias y fiscales, junto a la reciente introducción de una banda de fluctuación para el rublo, se están traducien-

<b>Principales indicadores económicos</b>				
	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>
Crecimiento del PIB (en %)	-8,7	-12,6	-4	3
Inflación (media en %)	876	307	198	75
Desempleo	5,5	7,5	8,2	9,5
Balance presup. (en % del PIB)	-9,9	-10,7	-4	-5,5
Saldo de la Bal. por CC. (en % del PIB)	3,4	1,7	3,7	1,3
Deuda externa (en % del PIB)	45,2	33,5	28,6	20,8
Servicio de deuda (en % export.)	4,3	5,9	8,1	12,1

Fuente: *The Economist Intelligence Unit*.

do en una progresiva reducción del crecimiento de los precios, un descenso del déficit público, un superávit en la balanza por cuenta corriente y en un incremento de las reservas internacionales.

De mantenerse el actual panorama, la economía puede retornar a tasas de crecimiento positivas (tres por cien) durante 1996, por primera vez en esta década, gracias a la recuperación del consumo privado y la inversión. Además, el acuerdo de reestructuración de la deuda externa firmado con los bancos comerciales el pasado año y el previsible acuerdo a alcanzar con el Club de París, pueden permitir al país un mejor acceso a la financiación exterior y un mayor margen de maniobra.

No obstante, el riesgo político sigue condicionando de forma importante cualquier escenario. El resultado de las últimas elecciones legislativas y presidenciales podrían producir una variación en las actuales directrices de la política económica.

### **Turquía**

Tras la importante crisis financiera registrada en 1994 y la recesión económica a la que dio lugar (el PIB descendió en más de un seis por cien), la relajación de las políticas de ajuste recomendadas por el FMI han dado paso a una notable recuperación durante 1995 (en torno al ocho por cien). La inflación también ha mostrado una cierta mejoría frente al año anterior, con un crecimiento medio en 1995 del 93,5 por cien frente al 106,2 por cien en 1994, corrigiendo gran parte del efecto perjudicial que tuvo la devaluación en un sesenta por cien de la lira turca durante dicho año. No

obstante, en 1995 la depreciación nominal ha sido insuficiente para corregir el efecto de la inflación y, por consiguiente, la moneda ha experimentado un proceso de apreciación real del 39 por cien respecto al dólar. Esta circunstancia ha disminuido considerablemente las ganancias de competitividad de las exportaciones turcas originadas tras la devaluación de la lira en 1994, factor que, unido a las crecientes importaciones de bienes de capital para hacer frente a la unión aduanera con la UE, ha deteriorado de forma importante el déficit en la balanza comercial, que alcanzó el año pasado los 13.000 millones de dólares (7,4 por cien del PIB). Este desequilibrio se transmitió a la balanza por cuenta corriente, que registró un nuevo déficit de 2.300 millones de dólares (1,3 por cien del PIB), aunque se vio compensado de forma sustancial gracias a las transferencias recibidas y a las entradas de invisibles (turismo y remesas de emigrantes).

A su vez, el deterioro del saldo exterior tuvo como contrapartida un incremento de las necesidades de financiación del país que prácticamente se duplicaron de los 4.000 millones de dólares en 1994 a cerca de 8.800 millones en 1995. Sin embargo, hay que resaltar que la mayor parte de esta financiación tiene un marcado carácter a medio y largo plazo (6.000 millones de dólares), mientras que la inversión en cartera puede considerarse marginal (170 millones de dólares), circunstancia que aporta un cierto grado de estabilidad a un país con importantes desequilibrios.

De manera general se puede decir que las previsiones sobre la evolución de la economía turca en los próximos años vienen condicionadas de forma muy importante por el plano político. En estos momentos, la crisis por la que atraviesa el país tiene un claro efecto negativo sobre la actividad, como ha quedado reflejado en las estadísticas de producción publicadas en los primeros meses del año, en la que los agentes económicos parecen decididos a esperar a que se clarifique el panorama político antes de tomar sus decisiones. En cualquier caso, el abandono de las recomendaciones del FMI a lo largo de 1995, según se aproximaba el período electoral, ha dejado una cierta incertidumbre sobre la orientación que puede tomar la política económica en un país con claros desequilibrios internos y externos.

Respecto al riesgo comercial y crediticio, la cobertura de importaciones se aproxima a los cuatro meses, registrándose un retraso medio en los pagos de unos tres meses. Por otra parte, cabe resaltar que las reservas internacionales del país han mejorado

sustancialmente en el último año, ascendiendo a 14.400 millones de dólares (8.600 millones en 1994). Además, durante los primeros meses de 1996 se ha procedido a la colocación de varias emisiones en el euromercado, captándose fondos por encima de los pagos de principal. En resumen, la evaluación general del riesgo con Turquía es complicada al existir numerosos factores cuya evolución puede ser impredecible y, aunque es cierto que su situación es diferente a la de otros países emergentes, como en el caso de México, la magnitud de sus desequilibrios aconsejan un continuo seguimiento del país.

### **Argentina**

La combinación del efecto tequila, el mantenimiento de la paridad del peso con el dólar y la continuidad de la política fiscal restrictiva se han traducido en un brusco frenazo de la economía argentina durante 1995 (con un descenso del PIB próximo al 4 por cien). El FMI ha aprobado un crédito de mil millones de dólares para salir de la crisis en 1996. Las primeras previsiones apuntan a una ligera recuperación, con un crecimiento del 2,5 por cien para 1996 (el gobierno prevé un cinco por cien). Como consecuencia del bajo crecimiento es de esperar que el desempleo se mantenga en niveles elevados (dieciséis por cien en 1995) por lo que el presidente Carlos Menem puede tener dificultades para conservar el apoyo popular.

Mientras tanto, las principales figuras del Partido Peronista están librando una batalla para sucederle en 1999. En la lucha, el ministro de Economía, Domingo Cavallo, puede salir del ejecutivo, lo que presenta una incertidumbre respecto al impacto de su posible retiro. Por un lado, hay una corriente catastrofista que sostiene que la renuncia de Cavallo arrastrará consigo el plan económico actualmente vigente, lo que restaría credibilidad a la política económica y aumentaría el riesgo-país. Por el contrario, otra corriente de opinión más optimista opina que el retiro de Cavallo aumentará la confianza en el actual modelo argentino. Ello se sustenta en que todos los posibles candidatos serios a sucederle comparten, en líneas generales, la política de reforma implantada por Cavallo a partir de 1991. Una vez pasado el primer susto, posterior a la renuncia, el sistema tendería a afianzarse, ya que se demostraría que la reforma no va atada a una persona.

En 1995, la balanza comercial cerró con superávit por primera vez desde 1991 y para 1996 el previsible crecimiento de las expor-

taciones por encima de las importaciones puede traducirse en una mejora en el déficit por cuenta corriente. Sin embargo, la inestabilidad social (ante el elevado desempleo y los bajos salarios) son factores a tener muy presentes a corto y medio plazo. Para 1996 y 1997 se esperan inflaciones del 0,8 por cien y del 1,2 por cien, respectivamente.

### Cuba

El 5 de septiembre de 1995, la Asamblea Nacional del Poder Popular adoptó la ley de inversiones extranjeras que abría las puertas a la empresa privada. Hoy en día es posible la creación de empresas con un capital totalmente extranjero (incluyendo a los cubanos emigrados) menos en los sectores de salud, educación, defensa y seguridad nacional. La nueva ley permite también la compra de edificios por inversores extranjeros y prevé garantías contra las expropiaciones. La repatriación de los beneficios está explícitamente prevista después del pago de un treinta por cien de impuestos.

No obstante, los analistas están divididos entre los que defienden que se mantendrá un férreo control de la actividad económica y quienes piensan que la nueva ley es un indicador de que se va a establecer una legislación más liberal y más a tono con la normativa empresarial predominante en el resto del mundo. La situación política sigue siendo confusa, ya que es imposible saber cuándo las cosas se van a normalizar. Sin embargo, parece claro que Cuba volverá, tarde o temprano, a unirse a las demás naciones. Mientras tanto sigue habiendo un empobrecimiento creciente y una corrupción generalizada. Probablemente, la presente situación se prolongue aún durante un cierto tiempo. Esto viene provocado, en parte, por la defensa de la "dignidad nacional" cubana, pero también por el "orgullo nacional" estadounidense y las presiones de los cubanos

<b>Crecimiento del PNB y comercio exterior</b>				
	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
Crecimiento del PIB (en %)	-12	-15	0,7	0,7
Exportaciones (M. de dólares)	1.784	-	1.530	1.600
Importaciones (M. de dólares)	2.315	-	2.200	2.500
Saldo comercial (M. de dólares)	-531	-	-670	-900

Fuente: *Financial Times*.

residentes en EE UU. Una manifestación de esta situación es la ley Helms-Burton, aprobada el pasado mes de marzo por el Congreso de Estados Unidos, que amenaza con represalias a las empresas que inviertan en Cuba perjudicando sus intereses.

### China

Su nuevo plan de desarrollo abarca desde 1995 hasta el año 2000, con el objetivo de lograr un crecimiento medio del PIB del nueve por cien. China, después de aprender las reglas de la economía de mercado, se dispone a entrar con pie firme en el siglo XXI. Esto parece que lo tienen claro los inversores extranjeros que han aumentado extraordinariamente sus inversiones en China que en 1995 fueron de más de 35.000 millones de dólares. Asimismo, China tiene actualmente reservas en divisas superiores a 70.000 millones de dólares.

El plan de desarrollo se orienta fundamentalmente a la apertura exterior, es decir a permitir un mayor comercio con el resto del mundo. Las medidas de este paquete de apertura son: recortar el treinta por cien de los aranceles que se aplican a 4.000 de los 6.000 productos importados por China; eliminar las cuotas que se aplican a 170 productos importados; reducir el número de productos sujetos a inspección aduanera; reforzar la protección de los derechos de propiedad intelectual; permitir un mayor acceso al mercado chino por parte de las empresas mixtas y los bancos de capital extranjero y dar una total convertibilidad al yuán para facilitar las transacciones comerciales.

Principales indicadores económicos				
	1992	1993	1994	1995
Crecimiento del PNB (en %)	13,6	13,4	11,6	10,2
Inflación (en %)	6,4	14,7	21,7	14,8
Desempleo	2	3	3	3
Balance presup. (% del PNB)	-0,9	-0,6	-1,2	-4,1
Saldo Bal. por CC. (% del PNB)	1,3	-2	1,2	0,8
Deuda externa (% del PNB)	14,3	14,1	16,6	13,4
Servicio deuda (% de las export.)	10,2	11,1	10,5	9,5

Fuente: *The Economist Intelligence Unit*.



Estas medidas suponen una clara predisposición por parte de China para conseguir su integración en la Organización Mundial de Comercio (antiguo GATT) al final de 1996. Este programa de acercamiento a la economía de mercado y las magníficas perspectivas que se vislumbran, están bajo la enorme incertidumbre de quién será el hombre encargado de llevar las riendas del país tras la muerte de Deng Xiaoping. Parece que el secretario general, Jiang Zemin, y el presidente del Partido Comunista, Quiao Shi, formarán el núcleo de la nueva dirección. Lo que sí parece claro es que la mayoría del pueblo chino está decidido a seguir el camino reformador emprendido por Deng Xiaoping, lo que requerirá de una apertura política y un progresivo avance democratizador, imprescindibles para el avance económico. Otra cosa que también es segura es que la muerte de Deng traerá un período de luchas internas por el poder que producirá caos e inestabilidad, pero los niveles y la extensión de estos efectos son impredecibles por el momento, lo que lleva a no descartar ninguna posible salida por muy grave y remota que ésta sea.

El crecimiento del PIB en 1995 fue del 10,2 por cien. Sin embargo, en 1996, es de esperar que descienda ligeramente y se sitúe entre un ocho y un nueve por cien. Además, de continuar la política monetaria restrictiva implementada por el gobierno, el crecimiento de los precios puede alcanzar tasas del once por cien frente al 13,4 por cien registrado en 1995. Por otra parte, el superávit registrado en la balanza por cuenta corriente fue del 0,8 por cien del PIB, aunque parece que este superávit no se sostendrá a largo plazo.

### **México**

Durante 1995, el gobierno mexicano ha conseguido mantener una política económica exterior que ha reequilibrado la balanza por cuenta corriente y ha dado entrada a un pequeño flujo de capitales, lo que es un indicador de la recuperación de la confianza exterior. Esta política, junto con la austeridad presupuestaria y la fuerte depreciación efectiva real del peso (que se ha traducido en un significativo crecimiento de las exportaciones), podrían generar el deseado efecto expansivo a medio plazo. Además, la contracción de las importaciones provocada por la devaluación del peso ha determinado una menor dependencia del ahorro exterior.

Cifras preliminares para 1995 muestran una tasa de desempleo del 7,3 por cien. Por otra parte, las exportaciones de bienes y ser-

vicios se incrementaron en un 31 por cien en términos reales frente al descenso del 8,7 por cien de las importaciones respecto al mismo período del año anterior. El consumo privado registró una reducción del 12,5 por cien, mientras que el consumo del gobierno se contrajo en 3,9 por cien en términos reales durante el mismo período. El superávit comercial en 1995 ascendió a 7.100 millones de dólares, frente al déficit de 18.400 millones observado en 1994.

La economía mexicana registró una contracción del 6,9 por cien, en términos reales, durante 1995. Para 1996 se espera que el crecimiento del PIB alcance el 2,4 por cien, liderado por la inversión y las exportaciones. En este sentido, se espera que las exportaciones mantengan una tasa de crecimiento próxima al diecisiete por cien mientras que las importaciones crezcan al siete por cien. Asimismo, el peso sigue manteniendo la tendencia a la depreciación, cotizándose los certificados del gobierno (CETES) a veintiocho días al cuarenta por cien. No obstante, es probable que en 1996, con una balanza comercial con superávit y la revitalización de la entrada de capitales, el peso se estabilice.

Durante 1996, la política económica presumiblemente se dirigirá hacia la reducción de la inflación, que en 1995 fue del 52 por cien, y para este año se estima en un veintiocho por cien. El gobierno se verá obligado a mantener una política fiscal austera. Por otra parte, a medida que la inflación disminuya, los tipos de interés tendrán un importante margen de descenso y habrá una mayor disponibilidad de créditos. No debemos olvidar que la solución del problema mexicano pasará en parte por la privatización de las pocas empresas públicas que quedan. Éste es el camino más eficiente y rápido de amortizar la deuda externa pendiente de pago.

En el plano político, todo hace prever que el conflicto interno del Partido Revolucionario Institucional (PRI) continuará, así como el que enfrenta al PRI con las fuerzas de la oposición sobre la reforma política. El alto nivel de desempleo, el bajo nivel de vida y la agitación social están favoreciendo a la oposición, incluidas las fuerzas rebeldes del sur del país, lo que presionará con seguridad sobre la agenda política.