

FOCUS



Por Patricia Krause,
Economista - Sao Paulo

Adriana Meyer
Economista - Paris

América Latina: Ganadores y perdedores de las medidas económicas de Trump

Los cambios políticos en Estados Unidos han provocado incertidumbre sobre las políticas comerciales que podrían ser implementadas y la vulnerabilidad de la región ante condiciones financieras más complejas. Desde la victoria de Donald Trump, las divisas de varios países emergentes han caído frente al dólar. La divisa mexicana fue la más afectada a nivel internacional, con una depreciación de 19% frente al dólar en 2016. Esta es la peor depreciación que ha sufrido el país desde la crisis del efecto Tequila en 1994. En contraste, el mercado de valores estadounidense, reaccionó positivamente ante la victoria de Trump.

Desde la perspectiva del comercio, la posibilidad de implementar aranceles de importación afectaría potencialmente a los productos manufacturados. La posición de países centroamericanos (Honduras, El Salvador y Costa Rica), así como México, es particularmente delicada (dada su exposición al comercio con los Estados Unidos, la cual está principalmente enfocada en bienes manufacturados). Además de la gran exposición a Estados Unidos, el PIB de esos países depende más en las exportaciones que el resto de los países en la región. Basados en la hipótesis de que la administración de Trump se enfocará en países con quienes los Estados Unidos tienen un déficit importante. La posición de México aparentemente es la más vulnerable de la región.

Además, si Trump logra implementar una política fiscal expansionista, la Reserva Federal continuaría su ciclo de endurecimiento en la política monetaria, lo que conllevaría a una apreciación del dólar. Entre Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y México, solo este último incrementó sus tasas de interés como respuesta a los ajustes. Aunque el riesgo relacionado al mercado local de crédito se ve aminorado por la poca profundidad del crédito mexicano. Hasta el momento, estas economías han mostrado volatilidad moderada ante el dólar estadounidense. El principio es el mismo para las percepciones de riesgo relacionadas a esas economías.

Relaciones comerciales: México y países de Centro América son los más expuestos a las medidas proteccionistas de Estados Unidos

América Latina, México y los países centroamericanos (El Salvador, Honduras y Costa Rica) son los primeros en términos de exposición comercial a Estados Unidos, comparados con sus iguales de la región. La exposición comercial mexicana ante Estados Unidos (+80% del total de las exportaciones) es, por mucho, la más importante de la región; seguida por El Salvador (47.2%), Honduras y Costa Rica (42.5% en promedio). Las exportaciones de Sudamérica se ven menos expuestas al mercado estadounidense, con excepción de Ecuador (cerca de 40% del total de sus exportaciones fueron destinadas a Estados Unidos en 2016) y Colombia (28.3%). Las exportaciones de Perú, Chile y Brasil a Estados Unidos representan, en promedio, 13.6% mientras que la exposición de Argentina es menor a 7%.

Además de su fuerte exposición a Estados Unidos, Honduras, El Salvador y México aparentan ser más dependientes de sus exportaciones que otros países de la región. Las exportaciones de Honduras a Estados Unidos representan 31.7% del PIB nacional, seguido por El Salvador (25.1%) y México (24.4%). Las exportaciones de Ecuador, el cuarto país más dependiente del comercio con Estados Unidos en términos de PIB, representa solo un 10.4%. A pesar de su exposición al mercado estadounidense, las exportaciones de Costa Rica corresponden 6.6% de su PIB, mientras que en el caso de Colombia es un 4.3% del PIB. Las exportaciones de Chile, Perú, Brasil y Argentina tienen una participación mucho menor, en promedio 2.5% del PIB. En términos de representación de bienes manufacturados de exportación en relación con el PIB, El Salvador (22.3%), México (21.1%) y Honduras (20.3%) serían los países con mayor exposición si Estados Unidos implementa aranceles sobre sus importaciones (debido a que esos aranceles solo afectarían productos de manufactura). Las exportaciones de naciones Sudamericanas son principalmente materias primas, las cuales no es probable que se vean afectadas por las políticas proteccionistas estadounidenses. (Gráfica 1).

Partiendo de la hipótesis que la administración de Trump buscará enfocarse inicialmente en países con los cuales Estados Unidos presenta un déficit importante, la posición de México es particularmente delicada. El déficit comercial de Estados Unidos con México no solo es mayor que el de otros países en la región, también es mayor al que tiene con el resto de sus

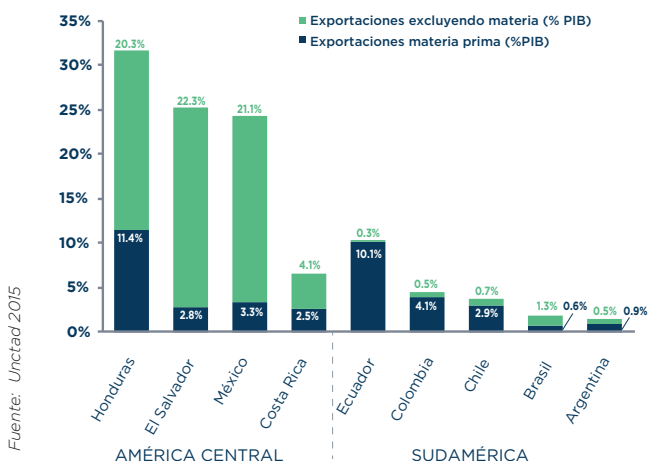
socios comerciales alrededor del mundo, incluyendo Canadá. En 2016, el superávit comercial de México con Estados Unidos fue superado únicamente por China, Japón y Alemania. El año pasado, el comercio mexicano representó el 9% del déficit comercial total de bienes (cerca de 0.35% del PIB estadounidense). Esto es relativamente débil al compararse con el déficit con China (5.2 veces más grande), pero sigue siendo mayor al de cualquier otro país en América Latina.

Ante esta situación, la administración estadounidense busca renegociar el TLCAN (Tratado de Libre Comercio para América del Norte), tratado presente entre Estados Unidos, México y Canadá por más de 22 años. Sin embargo, el equipo de Trump parece estar enfocándose en México, dado el deterioro constante de los déficits bilaterales, particularmente alrededor de equipamiento de transporte (en especial vehículos) y en menor medida, otro tipo de maquinaria doméstica y comercial. De acuerdo con el *Peterson Institute for International Economics*¹, si el TLCAN concluye, el peso llegará a una devaluación de más de 25%. Los automóviles producidos en México, por lo tanto, serían más competitivos en Estados Unidos, lo que aumentaría el déficit comercial, en contraste a lo que la administración estadounidense busca lograr.

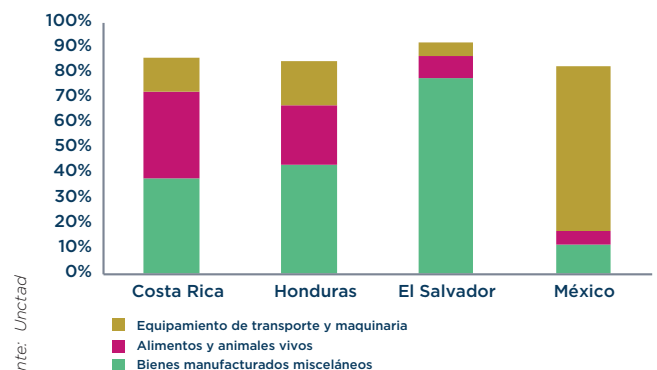
Dentro de la región, solo otros dos países analizados, Ecuador y Colombia, reportaron superávits comerciales con Estados Unidos en 2016 por lo que eventualmente podrían ser objeto de la administración estadounidense. Sin embargo, es poco probable que se conviertan en una prioridad para dicha administración debido a las débiles e irregulares contribuciones al déficit comercial total de Estados Unidos.

Al suponer que las políticas comerciales de Estados Unidos afectarán categorías de productos donde el país tiene un déficit mayor, el equipamiento de transporte y la maquinaria serían las primeras clasificaciones y, por lo tanto, México sería el primer afectado. Juntas, esas dos categorías representan un 73% del total de las exportaciones de Japón a Estados Unidos, con 68% para México, 62% para Alemania, 48% para China y 31% para Canadá. Los mayores déficits comerciales corresponden a los intercambios con esas cuatro naciones. Dentro de América Latina, México aparenta ser el más vulnerable a una represalia por parte de Estados Unidos (debido a que dos tercios de sus exportaciones totales consisten en equipamiento de transporte y maquinaria), seguido por Honduras (17%), Costa Rica (14%) y El Salvador (5%). Sin embargo, la gran diferencia entre las últimas tres naciones mencionadas y México es que Estados Unidos no tiene un déficit comercial con ellas. (Gráfica 2).

GRÁFICA 1
Exportaciones a USA (% PIB)



GRÁFICA 2
Principales exportaciones a Estados Unidos (2015)



1 - Los planteamientos de Trump sobre el TLCAN podrían ser peor para el déficit comercial entre México y Estados Unidos, Marzo 2017

Por otro lado, las medidas económicas de Trump podrían tener un efecto neto positivo en la balanza comercial de Chile y Perú. Si Trump implementa exitosamente sus proyectos para impulsar la infraestructura, esto mejoraría los precios internacionales del cobre. Desde los primeros informes sobre la agenda económica de Trump, el precio del cobre se ha recuperado. El FMI pronostica que el precio promedio del metal en 2017 será de 5,705.94 USD/TM; un incremento de 17.2% anual. Chile y Perú podrían fácilmente beneficiarse de esto. Estos países son, respectivamente, el primer y tercer productor más grande de cobre a nivel mundial y se encuentran geográficamente más cerca de Estados Unidos que China, el segundo productor más importante.

Además de afectar el comercio exterior, la incertidumbre alrededor del TLCAN podría retrasar inversiones (reduciendo el flujo de inversión extranjera directa). Otra situación que causa preocupaciones es la amenaza de Trump de aplicar impuestos sobre las remesas que los trabajadores mexicanos en Estados Unidos mandan a su país de origen. Hasta el momento, esos recursos no han sido afectados. Alcanzaron 27.6 mil millones de dólares en 12 meses acumulados hasta mayo de 2017 (aproximadamente 2.6% del PIB) debido a las bajas tasas de desempleo en meses recientes. Esta cantidad es mayor que las ganancias provenientes de la exportación de petróleo, turismo e inversión extranjera directa al país. Tomando en cuenta todos los factores, la idea de aplicar un impuesto sobre las remesas es improbable. La aplicación de un impuesto solo a los recursos enviados hacia México no funcionaría. La gente encontraría medidas alternas como pedir ayuda a un amigo o enviarlo a través de un tercer país. Finalmente, otra preocupación que se cierne sobre las economías de América Latina es la apreciación del dólar, ya que la Reserva Federal continúa con su ciclo de endurecimiento de la política monetaria.

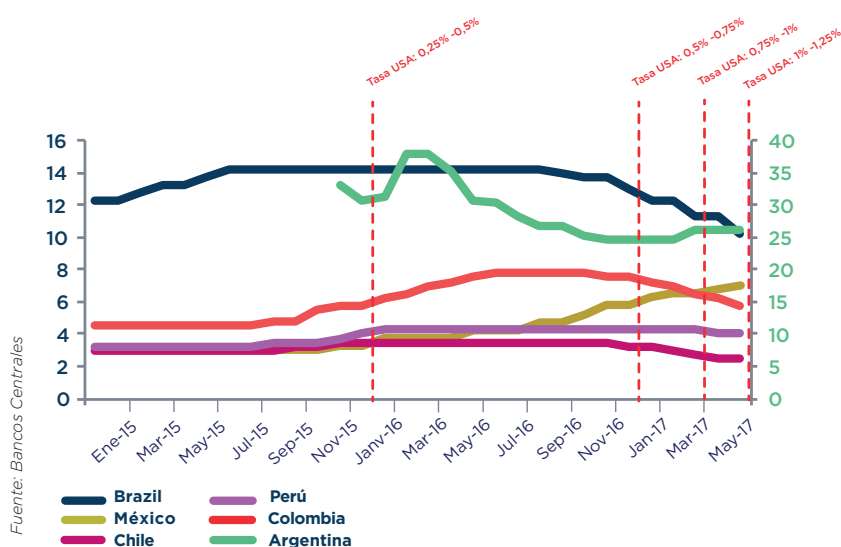
Las medidas económicas de Trump: impacto en aspectos financieros

La política monetaria restrictiva en Estados Unidos y sus posibles efectos secundarios

Junto con las amenazas al libre comercio e inmigración, Trump prometió en su campaña recortar impuestos e impulsar inversiones para la infraestructura. Un escenario donde Trump cumple esas promesas es poco probable que cause un aumento en las tasas de interés en América Latina (excepto por México). La inflación aumentó en América Latina en 2016. Estos aumentos llegaron en medio de condiciones climáticas poco estables, lo que ejerció presión sobre el precio de los alimentos. No obstante, esa tendencia se disipó en 2017. Como respuesta, los Bancos Centrales de Colombia, Chile, Perú y especialmente Brasil redujeron el tipo de interés de referencia (ver gráfica 3). Debido a un escenario de inflación beneficiosa y pobre actividad, es posible que haya más recortes. Este ciclo es menos claro en Argentina, debido a la lenta convergencia de la inflación hacia el rango objetivo de 12-17% que fue establecido para el año en curso. En la economía dolarizada de Ecuador, la inflación permanecerá baja como consecuencia de una demanda doméstica débil y la fortaleza del dólar. Por otro lado, como puede verse en la gráfica, que el Banco Central de México (Banxico) ha seguido de cerca los pasos de la Reserva Federal. Los precios han subido en México debido, principalmente, a la eliminación de subsidios al precio de la gasolina. El efecto rezagado de la fuerte depreciación de la divisa durante el año pasado, también es una de las razones de este movimiento.

Los riesgos relacionados con las estrictas políticas monetarias en México se ven mitigados por el bajo nivel

GRÁFICA 3
Política monetaria en América Latina (tasa anual %)



crediticio del país. De acuerdo con un estudio del FMI en México, el crédito bancario en el país alcanza alrededor de un cuarto del nivel que tienen otras economías emergentes y tan solo un sexto del nivel de economías avanzadas. La organización cree que esto se debe al historial de crisis bancarias que ha sufrido el país, el gran sector informal y la ineficiencia del sistema jurídico. Según cifras de Banxico, el volumen total de los créditos comerciales que los bancos proveen a las empresas e individuos con actividades comerciales alcanzó 2.1 billones de pesos mexicanos en abril de 2017, lo cual es alrededor de 118 mil millones de dólares o 9.6% del PIB. Las provisiones de crédito doméstico para negocios han incrementado a grandes pasos en el país (+ 8.7% anual en mayo de 2017). Sin embargo, como la proporción de crédito a PIB es baja, el incremento anticipado en las tasas de referencia no debe representar una amenaza para la estabilidad doméstica financiera.

Riesgos monetarios y el impacto de la deuda con denominaciones en divisas extranjeras

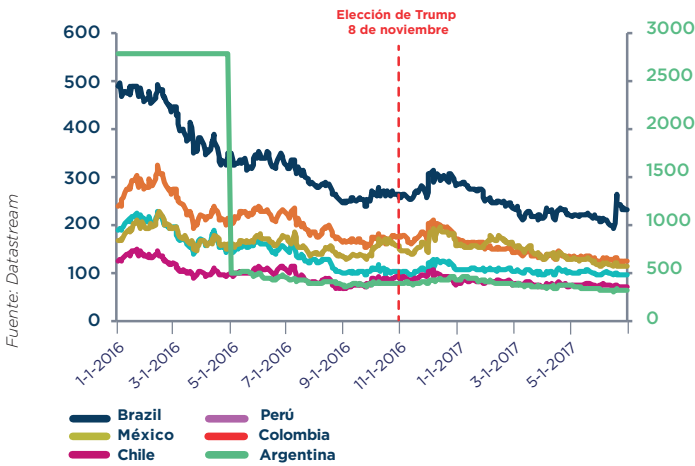
Para evaluar los posibles efectos secundarios de las medidas económicas de Trump sobre las deudas denominadas en divisas extranjeras, deben tomarse en cuenta la evolución de las coberturas por incumplimiento crediticio (Credit Default Swap, CDS por sus siglas en inglés) y las conductas recientes de las tasas de cambio (gráficas 4 y 5). Si se analiza la evolución en los últimos 5 años, es posible observar que la percepción de riesgo mejoró desde principios de 2017 en todos los países analizados en el último año. Esto también ocurrió en el caso de México, quien enfrentó alta volatilidad desde el momento en que la candidatura de Trump se fortaleció durante la carrera electoral y hasta sus primeros días como presidente en enero de 2017. Aparentemente, los CDS mostraron mejoras cuando la retórica del nuevo presidente estadounidense se relajó y resultó claro que no contaba con la autonomía necesaria para implementar las medidas arbitrarias por sí solo; especialmente a corto plazo.

Tomando en cuenta la tasa de cambio nominal, ninguno de los países latinoamericanos reportó depreciación cuando Trump ganó las elecciones presidenciales. Una vez más, la volatilidad más evidente se reflejó en el peso mexicano. En 2016, la moneda se depreció 19% frente al dólar, pero desde mediados de enero de 2017 ha mejorado. De hecho, hasta la fecha, el peso ha tenido el mejor desempeño en América Latina (un aumento de 12% en el año hasta junio de 2017). Este importante crecimiento no

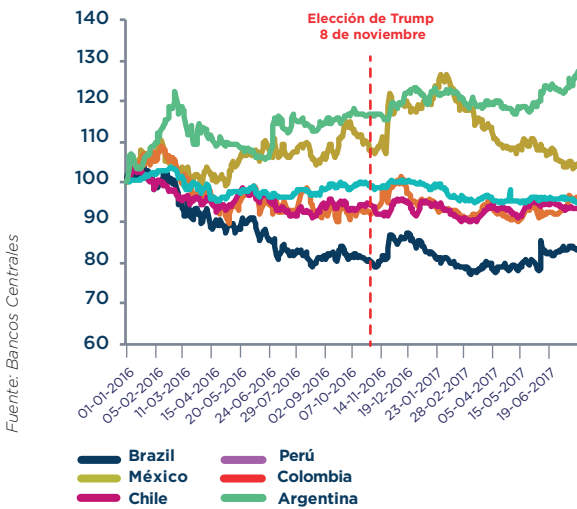
2 - FMI- Dependencia financiera en México, enero de 2017

3 - CDS - Credit Default Swap (coberturas por incumplimiento crediticio) es un acuerdo de cobertura financiera, en el cual el vendedor de la CDS compensará al comprador (usualmente el beneficiario de un préstamo) en el evento de un impago del préstamo (por el deudor) o por otro evento crediticio.

GRÁFICA 4
Coberturas por incumplimiento crediticio
(Credit Default Swap, CDS por sus siglas en inglés)



GRÁFICA 5
Tipo de cambio nominal vs USD / Número índice enero 2016 = 100



RESERVA

El presente documento es un resumen que refleja las opiniones y puntos de vista de participantes según como Coface lo interpreta y aota en la fecha en que fue escrito y basada en la información disponible. Puede ser modificada en cualquier momento. Sin embargo, Coface no garantiza, bajo ninguna circunstancia, la exactitud, integridad o realidad de los datos contenidos en ella. La información, análisis y opiniones son brindadas por motivos informativos y son solo un suplemento de la información que el lector puede encontrar en otra fuente. Coface no tiene obligaciones de resultados sino obligación de medios y no se responsabiliza por las pérdidas en que incurra el lector que surjan del uso de la información, análisis y opiniones contenidas en el presente documento. Este documento y los análisis y opiniones expresadas en el mismo son exclusividad única de Coface. El lector puede revisarlos o reproducirlos solo para uso interno, sujeto a mencionar claramente el nombre de Coface y sin alterar o modificar los datos. Está prohibido todo uso, extracción, reproducción para el público o uso comercial sin el consentimiento previo de Coface.

Sírvase consultar el aviso legal en la página web de Coface.

COFACE SA
1, place Costes et Bellonte
92270 Bois-Colombes
France
www.coface.com

solo está relacionado con una menor percepción de riesgo, sino también con el programa de intercambio extranjero de 20 mil millones creado por Banxico, presentado a finales de febrero y el efecto rezagado de la actual política monetaria restrictiva. En resumen, hasta el momento, las medidas económicas de Trump no han incrementado los riesgos actuales en América Latina. A pesar del débil crecimiento reportado en la región, esta muestra resiliencia gracias a las ganancias acumuladas en décadas recientes; incluyendo una deuda externa pública menor (gráfica 6), controlando la inflación y altos niveles de reservas internacionales.

Al desglosar la deuda externa privada y pública de distintos países, se evidencia que Chile es por mucho la economía con la mejor tasa de PIB. La deuda externa, que en total representa aproximadamente 65.2% del PIB chileno, se concentra en el sector privado (en 50.9% de PIB). En términos de porcentaje, el segundo país más alto de la región en términos del porcentaje-PIB es Colombia, cuya deuda representa 41% del PIB; a pesar de que, a diferencia de Chile, la mayor parte de la deuda (24.6%) es pública. Fitch, la agencia calificadora, recientemente advirtió que la reducción de la deuda externa será el reto más grande al que se enfrentará la economía colombiana. El siguiente en el rango de deuda externa México (con 40.4 % del PIB), seguido por Argentina (con 34.7 %), Ecuador (33.8 %) y Brasil (30.5 %).

El nivel de deuda externa es insuficiente para evaluar la exposición de una economía al riesgo. Otro factor importante que debe ser analizado es la cantidad de interés pagado por los gobiernos y compañías a financieros de mercados internacionales. Estas tasas de interés son dependientes de los riesgos asociados a cada economía. Entre más alto sea el riesgo, mayor será la tasa de interés requerida por los prestamistas. Como puede observarse en la gráfica 4, la economía de Chile tiene los CDS a cinco años más bajos de toda la región. Esto quiere decir que, a pesar de tener una deuda externa relativamente grande, el país paga la menor tasa de interés de la región. México y Colombia poseen beneficios similares de deuda y percepción de riesgo. Además, es necesario mencionar que hay algunos países con gran dolarización de su mercado crediticio. Este es el caso de Perú, por ejemplo. En el primer trimestre de 2017, su coeficiente de dolarización de mercado doméstico alcanzó 28.5%. Sin embargo, este porcentaje ha disminuido de manera notable, anualmente, desde 2007 (cuando representaba 55.7 %).

GRÁFICA 6

