

LATAM

¿Qué impacto tiene Brasil sobre la economía de América Latina?

Marcos Dal Bianco | Enestor Dos Santos | Juan Manuel Manias | Cecilia Posadas | Juan Ruiz ¹

Argentina, Uruguay y Paraguay son los países que están más expuestos a choques originados en Brasil

En prácticamente todos los canales de contagio analizados (comercio de bienes, turismo, IED, inversiones de cartera, bancario, etc.) estos tres países destacan por sus relaciones con Brasil. Entre ellos es Argentina el país que más afectado sería por un choque en su vecino, principalmente por la magnitud de sus exportaciones de productos manufacturados a Brasil.

Los demás países de la región también se verían impactados en alguna medida, aunque menos que Argentina, Paraguay y Uruguay, por problemas en Brasil

En este sentido, destacamos los canales bancarios en Colombia y Chile, y el de la IED en Perú. En el caso de México, el país menos expuesto a la economía brasileña entre los analizados, el principal vínculo son los flujos comerciales de productos manufacturados.

Un choque negativo en Brasil no es suficientemente fuerte, en general, para aisladamente arrastrar a los países de la región a una crisis

Sin embargo, puede contribuir para ello en algunas situaciones específicas.

¹ Con la colaboración de Rodolfo Mendez, de la Unidad de Escenarios Económicos de BBVA Research.

1. ¿Qué impacto tiene Brasil sobre la economía de América Latina?

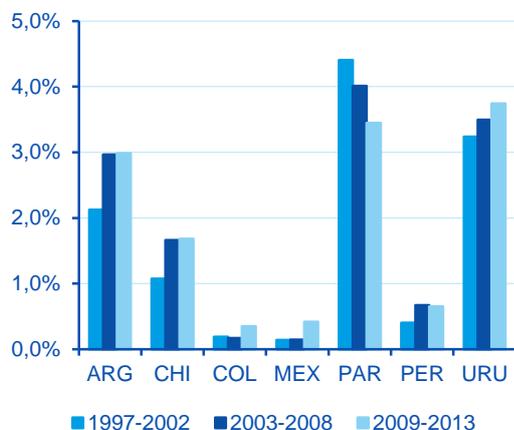
La fuerte desaceleración de la economía brasileña y la preocupación con un eventual contagio a otros países de América Latina nos animan a analizar en qué magnitud y a través de qué canales los movimientos de la economía de Brasil se trasladan a la de sus vecinos regionales. Así, en este informe analizamos los principales canales de transmisión (secciones 2 a 7) y presentamos ejercicios cuantitativos para medir el impacto de choques originados en Brasil en cada uno de sus principales vecinos de la región (sección 8). La principal conclusión (sección 9) es que, si bien prácticamente todos los países latinoamericanos pueden ser afectados por choques de la economía brasileña, son Argentina, Uruguay y Paraguay los que más están conectados y por lo tanto son los más expuestos al país vecino.

2. El canal comercial: bienes

En la última década, las importaciones de bienes de Brasil se mantuvieron en torno al 9% de su Producto Interno Bruto (PIB); siendo las manufacturas 75% del total, mientras que el resto son commodities, principalmente combustibles. A su vez, del total de compras de Brasil, el 15% tiene su origen en Latinoamérica, conservando prácticamente la misma participación por rubros que las del resto del mundo

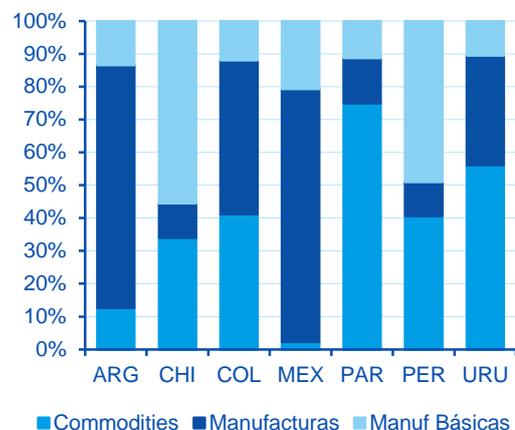
Por países, destaca la participación de Argentina en las importaciones totales de Brasil (alrededor de 6% en los últimos años), aunque la tendencia es decreciente (alrededor de 9% en el período 1997-2002), seguida por Chile y México (aproximadamente 2% en ambos casos).

Gráfico 1
Importancia de exportaciones a Brasil (en % del PIB de cada país exportador)



Fuente: Base Alice y WTO

Gráfico 2
Exportaciones a Brasil por grupo de bienes (en %, promedio anual 2008 – 2013)



Fuente: Base Alice y WTO

Al observar las ventas a Brasil como proporción del PIB de cada país, se pueden estilizar tres casos de exposición (Gráfico 1) La situación de mayor sensibilidad potencial es la de los socios originales del Mercosur (Argentina, Paraguay y Uruguay), seguida por la de Chile, y en último lugar la del resto de los países (Perú, Colombia y México).

Desde el punto de vista cualitativo, que surge de analizar los ítems que componen cada factura pagada por Brasil a sus socios comerciales de Latinoamérica, también se observa heterogeneidad entre países, puesto que hay diferencias marcadas en las canastas según el origen (Gráfico 2). Argentina y México serían los países más afectados por un descenso brusco de la demanda de Brasil de bienes importados, dada la alta participación de manufacturas en sus ventas, pero la baja participación de las compras de Brasil en el comercio azteca atempera de manera notoria el riesgo que Brasil representa para México. Una contingencia

del mismo tipo pero en menor cuantía afecta a Colombia y, en aún menor medida, a Uruguay. En el resto de los países de la muestra los bienes más transados son *commodities* y manufacturas básicas.

Así, Argentina es el socio que se vería más afectado en el caso de una caída de la demanda brasilera. Dentro de la importante relación comercial entre las economías más grandes del Mercosur, se destaca el acuerdo automotriz que ha profundizado la relación comercial a través de la instalación de las fábricas terminales de automotores en ambos países. Impulsado por el acuerdo comercial del Mercosur, Brasil es desde inicios de los 1990s el principal socio comercial de Argentina, tanto en importaciones como en exportaciones. Brasil ha comprendido en 2012-13 el 21% de las exportaciones argentinas, que representó 2,8% del PIB del país. Así la vulnerabilidad de Argentina es alta puesto que el volumen de comercio es importante, y tiene además una gran proporción de manufacturas, básicamente automotores y autopartes. Asimismo, las exportaciones de vehículos comprendieron en 2013 49% de las exportaciones a Brasil (43,6% en el período 2009-13). Estos rubros presentan importantes rigideces en su comercio tanto por especificaciones técnicas y legales del mercado de destino como por el ciclo de rotación del producto y las características de comercialización. Lo observado en el año 2014 ilustra claramente este riesgo: ante el freno de la economía brasilera las exportaciones industriales argentinas al país cayeron 16% y las de vehículos cayeron 18%, lo que explica la recesión industrial que padece este país desde el segundo trimestre de 2013².

Los restantes socios originales del Mercosur tienen un perfil de ventas bastante menos expuesto a Brasil. Si bien para Uruguay las exportaciones a Brasil son el 22% del total de sus ventas internacionales y en el caso de Paraguay alcanzan el 12%; en los detalles comerciales de ambos países se constata una elevada participación de *commodities* agrícolas. Esto atempera la dependencia de Brasil por ser bienes de primera necesidad y de más fácil colocación en los mercados internacionales. En el caso de Paraguay si se incluyen las exportaciones de energía eléctrica, el ratio de exportaciones a Brasil sobre el total de exportaciones paraguayas alcanza 36% en 2009-2013. A pesar de que la demanda de energía eléctrica sea relativamente inelástica, esto muestra una elevada exposición a la economía brasileña.

3. El canal servicios - turismo³

En contraste con lo que ocurre en el comercio de bienes, hay poca disponibilidad de información sobre el comercio de servicios entre los países de América Latina. En esta sección analizaremos un subsector en general relevante en el sector de servicios para el cual hay mayor disponibilidad de datos: el turismo.

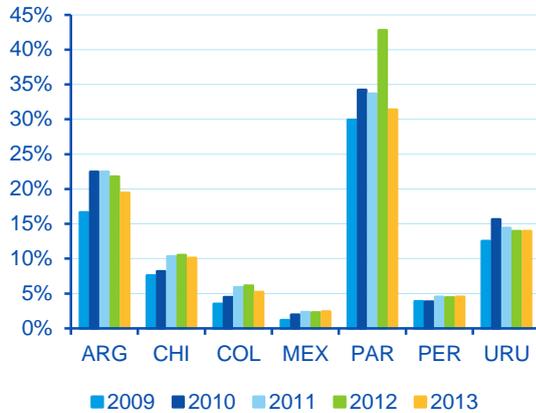
En este segmento destaca el flujo de turistas brasileños dentro del total de visitantes recibidos por los países del Mercosur, especialmente Paraguay (Gráfico 3).

Sin embargo, a pesar de su relevancia en el flujo total de turistas, el turismo brasileño tiene un peso muy reducido en la economía de estos países: 0,5% del PIB de Uruguay, 0,3% del de Paraguay y 0,2% del de Argentina. Así, en ningún caso representa un riesgo más allá de para algunos nichos o locaciones específicas.

² Según FIEL (2015), "Indicadores de Coyuntura" No. 565, Junio, Argentina está en recesión industrial desde mayo de 2013.

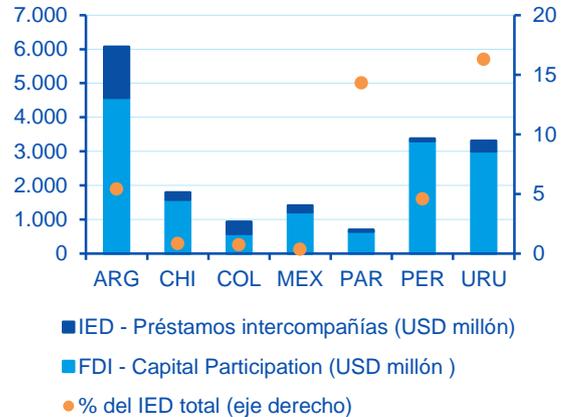
³ En contraste con lo que ocurre en el comercio de bienes, hay poca disponibilidad de información sobre el comercio de servicios entre los países de América Latina. Aquí analizamos un subsector en general relevante en el sector de servicios para el cual hay mayor disponibilidad de datos: el turismo.

Gráfico 3
Turistas brasileños sobre el total (%)



Fuente: Estadísticas nacionales y BBVA Research

Gráfico 4
Inversión Extranjera Directa con origen en Brasil, stock en 2013 (en USD millones y % del stock total)*

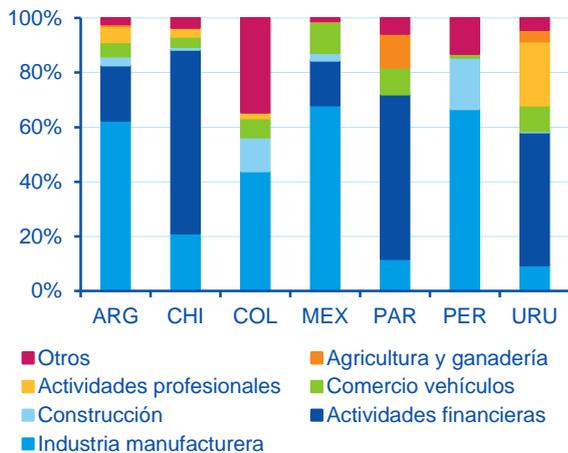


* La Inversión Extranjera Directa (IED) se desglosa, según la metodología empleada por el Banco Central de Brasil (BCB), en participaciones en el capital y préstamos intercompañías. Fuente: BCB, WTO

4. El canal de la inversión extranjera directa (IED)

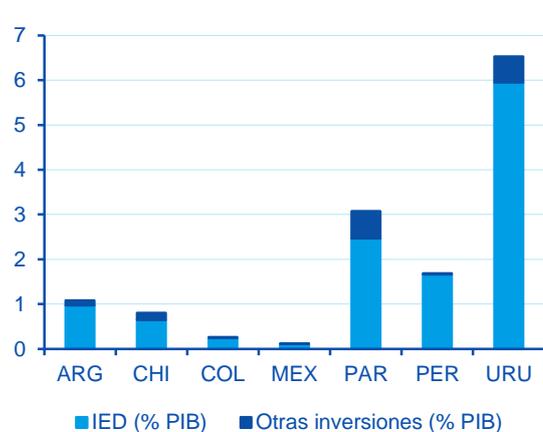
El flujo de IED brasileño a los países de la región ha aumentado con fuerza en los últimos años, haciendo que en 2013 el stock de IED en los principales países de América Latina haya alcanzado USD19,7 miles de millones, correspondiendo casi un tercio a Argentina (Gráfico 4). En términos de stock total de IED en cada país, el peso de Brasil es muy significativo en Uruguay y Paraguay (16% y 14%) y relevante en Argentina y Perú (aproximadamente 5%). El stock de IED brasileño tiene un peso aproximado de 6% en el PIB de Uruguay, de alrededor de 2% en Paraguay y Perú, de 1% en Argentina e inferior a 1% en los demás países analizados⁴.

Gráfico 5
IED con origen en Brasil, por sectores, stock en 2013 (% del total de la IED de Brasil en el país)*



* Sólo IED – Participación en el capital. No incluye IED – Préstamos intercompañías. Fuente: BCB

Gráfico 6
Peso de inversiones brasileñas en el PIB, stock en 2013 (%)



* Sólo IED – Participación en el capital. No incluye IED – Préstamos intercompañías. Fuente: BCB, FMI

4: Los datos utilizados en esta sección provienen del censo de capitales brasileños en el exterior del BCB. En algunos casos, difieren de manera significativa de los divulgados por otras fuentes, con lo cual se recomienda cautela al analizarlos.

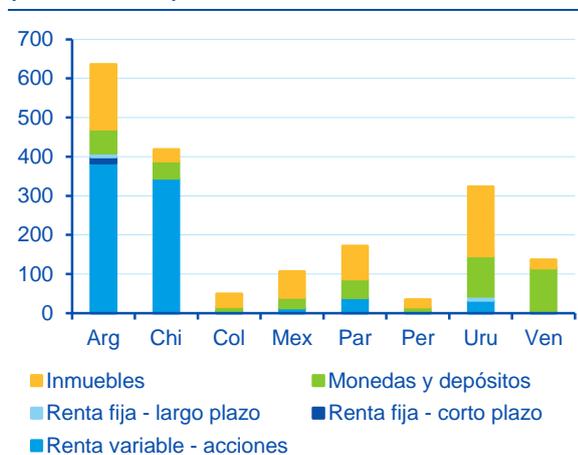
El desglose por sectores muestra que en general son la industria manufacturera y las actividades financieras las que concentran gran parte del stock de IED brasileño (Gráfico 5). Pese a la escasez de datos, la evidencia disponible sugiere que una parte significativa del IED del sector manufacturero de algunos países corresponde a las inversiones de Petrobras.

Este desglose ayuda a evidenciar que, además de un posible impacto macroeconómico, hay sectores especialmente sensibles a una moderación de los flujos de IED brasileño. En particular, tomándose en cuenta el reciente escándalo de corrupción involucrando a Petrobras y a muchas de las principales constructoras del país, hay que destacar el riesgo de que algunos países de la región sean impactados por los problemas financieros de la petrolera y del sector de construcción. En este sentido, el IED de los sectores manufacturero y de construcción, que sirve de proxy para el grado de exposición de cada país a este factor, es de 1,4% del PIB de Perú (USD 2,8 miles de millones)⁵, alrededor de 0,5% del PIB de Argentina y Uruguay, 0,3% del PIB de Paraguay y aproximadamente 0,1% del PIB en los demás casos.

5. El canal de las inversiones en cartera

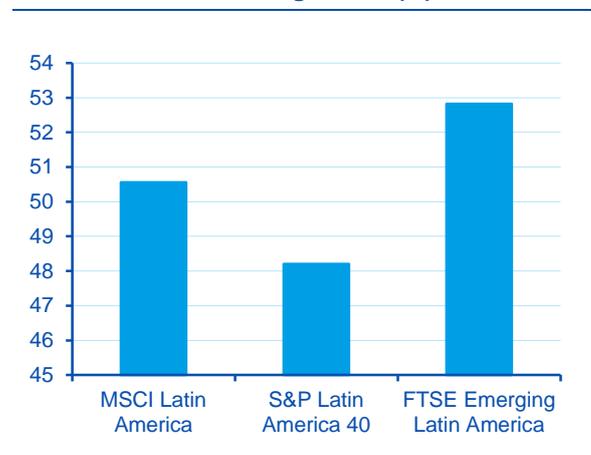
El stock de las inversiones en cartera y en inmuebles es mayor en Argentina y Chile: USD 0,6 y USD 0,4 miles de millones, respectivamente. En estos dos países tienen más peso las inversiones en renta variable. En los demás países de la región, son más significativas las tenencias de monedas y depósitos, así como de inmuebles (Gráfico 7). Asimismo, en todos los casos las inversiones brasileñas más allá de las de IED son muy poco significativas: representan 0,6% del PIB de Uruguay y Paraguay y no más que 0,1% del PIB de los demás países (Gráfico 6).

Gráfico 7
Inversiones en cartera brasileñas, stock en 2013 (USD millones)



Fuente: BCB, FMI

Gráfico 8
Peso de los activos brasileños en algunos índices financieros bursátiles regionales (%)



Fuente: MSCI, S&P, FTSE

6. El canal “índices financieros regionales”

Parte de las inversiones financieras en América Latina se hace a través de índices financieros regionales que representan una cartera de activos de varios países de la región. Aunque estos mercados representen tan sólo una pequeña parte de las inversiones financieras totales, la inclusión de Brasil en ellos significa que las decisiones de los inversores financieros en activos latinoamericanos están influidas por el desempeño de los valores brasileños. Así, una fuerte corrección a la baja de los activos financieros brasileños puede

5: Al cierre de 2013 Petrobras vendió sus operaciones en Perú por aproximadamente USD 2600 millones, contribuyendo para reducir de manera marcada el stock de IED brasileño en el país.

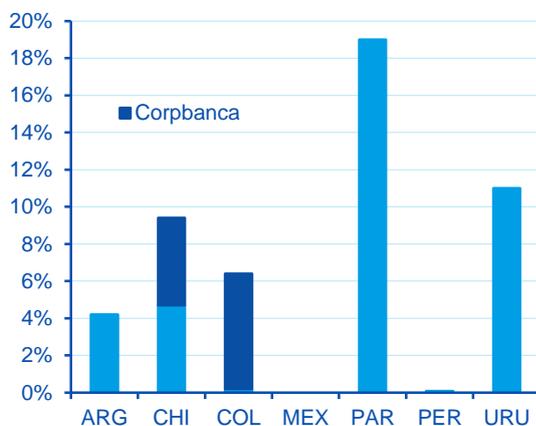
acabar generando una corrección a la baja del precio de los activos financieros de otros países de la región, probablemente transitoria a menos que los sucesos en Brasil hayan deteriorado los fundamentos de los demás países.

Esta distorsión es mayor cuando los activos brasileños tienen un peso excesivamente elevado en los índices financieros regionales, algo que suele ocurrir principalmente en el caso de los índices financieros bursátiles. En muchos índices financieros de este tipo los activos brasileños tienen una participación de alrededor de 50% (Gráfico 8), superior a la participación del PIB brasileño en el PIB de la región (alrededor de 38%).

7. El canal bancario

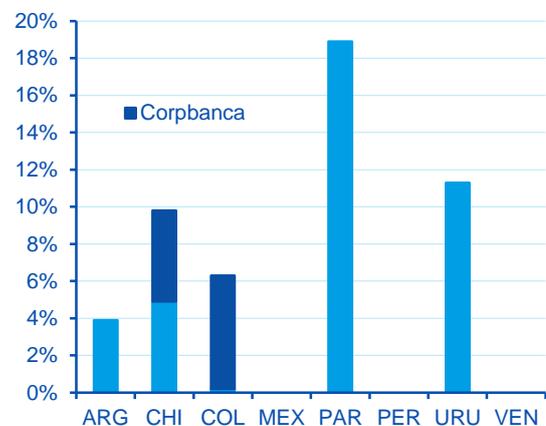
Los bancos brasileños han emprendido un proceso de expansión más allá de las fronteras nacionales en los últimos años. Una de las consecuencias de este proceso es la significativa participación de la banca brasileña en algunos países de la región. Así, los bancos de control brasileño representan algo menos de 20% del mercado bancario paraguayo y poco más de 10% del uruguayo (Gráficos 9 y 10). Si las recientes fusiones/adquisiciones de activos bancarios son autorizadas por los órganos de competencia, también en Colombia y Chile la presencia de la banca brasileña será significativa; alrededor de 6%. En Argentina el peso de la banca brasileña es de aproximadamente 4%, mientras que en México y Perú es prácticamente nula.

Gráfico 9
Participación de los bancos de control brasileño en el total de activos del sistema financiero (%)*



* El proceso de fusión de Corpbanca e Itaú está bajo el análisis de las autoridades locales en la fecha de elaboración de este estudio.
Fuente: BBVA Research, estadísticas nacionales

Gráfico 10
Participación de los bancos de control brasileño en el total de depósitos del sistema financiero (%)*



* El proceso de fusión de Corpbanca e Itaú está bajo el análisis de las autoridades locales en la fecha de elaboración de este estudio.
Fuente: BBVA Research, estadísticas nacionales

Si bien la significativa presencia de los bancos brasileños en algunos países de la región evidencia un riesgo de contagio, la predominancia del modelo de sucursales sobre el modelo de filiales ayuda a aislar los efectos de los choques con origen en Brasil sobre los países de la región.

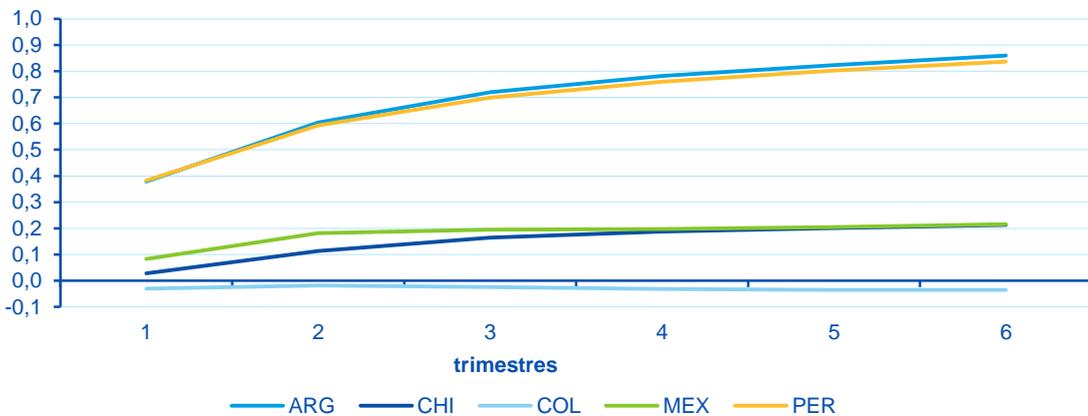
8. Cuantificando el impacto de Brasil en los países de América Latina

Para estimar el impacto de un choque en Brasil sobre los demás países, estimamos dos modelos econométricos.

En el primer de ellos, un VAR, se incluye un conjunto de factores globales (PIB global, condiciones financieras internacionales y precios de las materias primas)⁶, además de los PIBs de Brasil y resto de Latinoamérica⁷. El análisis apunta a que entre los miembros del Mercosur, es Argentina la que más sufre ante problemas en Brasil, aunque todos los países del bloque sean significativamente impactados. El impacto acumulado después de seis trimestres de un choque de una desviación estándar del PIB de Brasil (2,5 p.p.) es de aproximadamente 0,8 p.p. en Argentina, de algo más de 0,6 p.p. en Uruguay y de alrededor de 0,4 p.p. en Paraguay. Con respecto a los países andinos sólo en Perú el efecto es fuerte, comparable al de los países del Mercosur⁸. Para el resto de economías los efectos son prácticamente nulos.

Gráfico 11

Impulso-respuesta (GVAR), impacto acumulado de 1 desviación estándar sobre el PIB de Brasil en los países de Latam



Fuente: BBVA Research

Un segundo ejercicio es la estimación de un Global VAR (GVAR)⁹. A diferencia del VAR, el GVAR aísla el efecto de un choque idiosincrático de Brasil del efecto que pudiese tener sobre el resto de economías de la región, mientras que movimientos en Brasil no tienen efectos en las grandes economías (ni en el precio del petróleo)¹⁰. Los resultados de este modelo apuntan en la misma dirección que el ejercicio anterior: los

6: Como PIB global se incluye una medida de PIB de los países industrializados, como medida de condiciones financieras internacionales el índice VIX; como medida de precio de las materias primas se incluye una canasta precios de energéticos (petróleo Brent, aceite, gasolina, gasoil, gas natural), elaborado por S&P y Goldman Sachs.

7: Este modelo se estima usando datos trimestrales desde 2004 hasta 2014, con las variables expresadas en logaritmos y primeras diferencias (salvo la variable de condiciones financieras internacionales, expresada en niveles). El orden para el VAR donde variables más exógenas del modelo se incluyen antes de las más endógenas es PIB global, VIX, precios de las materias primas, seguido de PIBs de los países.

8: Los resultados para Perú llaman la atención dado que no son particularmente significativas las relaciones comerciales y financieras entre estos países. Es probable que esto esté reflejando un problema de especificación del modelo, como la no inclusión de algún factor común relevante, por lo que se requiere ahondar más en estos resultados. Cabe agregar que en el documento "Intra-Regional Spillovers in South America: Is Brazil Systemic after All?" de G. Adler y S. Sosa, publicado como Documento de Trabajo por el FMI en junio de 2012, se encuentra un problema similar.

9: Por falta de datos Paraguay y Uruguay no fueron incluidos en la estimación del GVAR.

10: Esta estimación se hace en dos etapas: en una primera etapa se estima un VAR por país, con un vector formado con variables domésticas (PIB, índice de precios, tipo de interés de corto (o largo plazo), tipo de cambio respecto al dólar). Cada país se relaciona con el resto del mundo por medio de las variables externas para lo cual se usa una matriz de ponderaciones basado en la matriz de comercio de 2006-2011. Las variables domésticas dependen también de variables exógenas globales como los precios del petróleo. En los modelos individuales se consideran las variables externas como débilmente exógenas, al igual que precio del petróleo. La segunda etapa consiste en la combinación de pronósticos por medio de matriz de enlace. En la estimación del GVAR se introduce primero las variables de "precios de petróleo", "EEUU", "China", "Japón", "Alemania", "India", "Brasil" y luego el resto de Latam. Con lo que se asegura que los choques idiosincráticos de Brasil no tienen efectos contemporáneos o instantáneos sobre las grandes economías (ni en el precio del petróleo) mientras que ellas sí impactan a Brasil. Así además los países de Latam no impactan contemporáneamente a Brasil pero sí al revés. Se pueden obtener estimaciones de los impactos mediante funciones impulso respuesta partiendo de descomposiciones de Cholesky para la ortogonalización, de aquí hay 24 posibles combinaciones de ordenamiento de las variables (combinaciones de Y, P, r, TC) de los cuales con 12 se obtienen resultados satisfactorios. El orden donde se consideran combinaciones de Producto y los precios como las variables más exógenas y el tipo de cambio y las tasas de interés como las más endógenas son los que generan los resultados más adecuados. (Cholesky tradicional). Con esta estimación se asume que choques en Brasil afectan al resto de países contemporáneamente pero choques en Brasil o en alguna de las otras economías no tiene efectos contemporáneos en economías grandes. Se considera que variaciones en el PIB de Brasil se transmiten vía producto, seguido de precios. Las variables tasas de interés y tipo de cambio tienen menos variación ante cambios en el PIB de Brasil, lo que puede explicarse por la mayor vinculación de estas variables a choques en variables financieras globales, mientras que los cambios en PIB se transmiten por vía de flujos de comercio y con algún impacto vía precios a los países vecinos.

efectos de un choque de un punto porcentual del PIB de Brasil son más fuertes en los países del Mercosur, principalmente en Argentina, y en Perú. En México, Chile y Colombia el efecto es mucho menor (Gráfico 11).

9. Conclusiones

Nuestro análisis muestra que dentro de la región, son Argentina, Uruguay y Paraguay los países que están más expuestos a Brasil. En prácticamente todos los canales de contagio estos tres países destacan por sus relaciones con Brasil. Entre ellos es Argentina el país que más afectado sería por un choque en su vecino, principalmente por la magnitud de sus exportaciones de productos manufacturados a Brasil.

En todo caso, los demás países de la región también se verían impactados en alguna medida, aunque menos que Argentina, Paraguay y Uruguay, por problemas originados en Brasil. En este sentido, destacamos los canales bancarios en Colombia y Chile y el de la IED en Perú. En el caso de México, el país menos expuesto a la economía brasileña entre los analizados, el principal vínculo son los flujos comerciales de productos manufacturados.

Asimismo, choques de la misma magnitud en Brasil pueden transmitirse de distintas maneras a los países de la región dependiendo de su origen (real, bancario, financiero, etc.) El análisis de los distintos canales de contagio realizado en este informe ayuda a comprender que países y sectores serían más afectados según el tipo de choque.

Por fin, aunque la economía brasileña afecta la de sus vecinos en la región, hay que destacar que el impacto de un choque negativo en Brasil no es suficientemente fuerte, en general, para aisladamente arrastrar a los países de la región a una crisis, aunque pueda contribuir para ello en algunas situaciones específicas.

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.