

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

# ¿Cuál sería el impacto de una mayor desaceleración de China sobre América Latina?

Unidad de Coordinación Latam

## Resumen

- Uno de los principales riesgos para América Latina es una mayor desaceleración de China.
- Un escenario de riesgo en el que la desaceleración de la inversión lleve a un crecimiento de alrededor del 4% en ese país impactaría a la región a través de una caída del precio de las materias primas y un aumento de la aversión al riesgo.
- Las materias primas cuyo precio se vería más afectado serían el petróleo (por el contexto actual de sobreoferta) y los metales industriales, por el impacto directo de una menor inversión y desaceleración de la producción industrial. Los alimentos sufrirían un impacto negativo menor, al desacelerarse menos el consumo que la inversión.
- El impacto de la caída de precio de las materias primas y el aumento de la aversión al riesgo se vería multiplicado por el escaso espacio para políticas contracíclicas (salvo la fiscal en Perú y Chile) y por el significativo impacto negativo que tendría sobre la confianza de hogares y empresas —que parte ya de niveles muy reducidos—.
- Los países más afectados ante este shock serían probablemente Brasil y Colombia, al estar fuertemente expuestos a China, además de la debilidad de los fundamentos macroeconómicos en el caso de Brasil y el impacto de una fuerte caída del precio del petróleo en el caso de Colombia.
- Por su parte, los menos afectados serían México, Argentina, Paraguay y Uruguay. En el caso de México, se encuentra menos ligado al ciclo chino y a las materias primas, mientras que Argentina, Uruguay y Paraguay enfrentan un menor impacto sobre sus términos de intercambio, si bien sufrirían por el impacto indirecto a través del menor crecimiento en Brasil.
- Este escenario muestra la importancia de recomponer los espacios para políticas contracíclicas, agotados después de la crisis global de 2008-9

## Introducción

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China propiciaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas durante agosto y septiembre de este año. El impacto de ese episodio de turbulencia se trasladó a la mayoría de economías emergentes y, en particular, a las de América Latina, que vieron cómo los precios de sus principales activos financieros se ajustaron significativamente. Así, desde el cierre de julio hasta el final de octubre el EMBI Latam aumentó aproximadamente 20 puntos base, el indicador de mercado bursátil MSCI se contrajo casi 10% y los tipos de cambio se depreciaron alrededor de 8% en promedio. Se trata de pérdidas significativas, mayores que las registradas durante el *taper tantrum* en el verano de 2013, tras el famoso discurso de Ben Bernanke que anunciaba el posible inicio de la reducción de compras de bonos por parte de la Reserva Federal.

Asimismo, las correcciones observadas en los aproximadamente 45 días entre mediados de julio y finales de agosto, período en que en que los mercados financieros del país asiático exhibieron fuerte turbulencias y las preocupaciones con la economía China se intensificaron, tomaron proporciones atípicas. El caso de los mercados de divisas es ilustrativo: durante los 45 días que duraron las tensiones financieras en China, el tipo de cambio de los principales países de América Latina se depreció en promedio 10,1%. En los últimos 10 años, sólo durante el inicio de la crisis de Lehman Brothers en 2008 la región observó una depreciación más fuerte de sus divisas. En los otros casos, que representan el 99% del período entre 2005 y ahora, la depreciación cambiaría no fue nunca más significativa que la ocurrida recientemente.

La fuerte reacción de los mercados financieros internacionales y —en parte también— del precio de las materias primas, justifica investigar cuál sería el posible impacto sobre América Latina de un escenario de riesgo en el que China creciera por debajo de las tasas anticipadas en nuestro escenario central de previsiones, que convergen a un 6% en 2018. Este observatorio aborda esta pregunta, centrándose en los posibles canales de transmisión de esta mayor desaceleración china sobre las economías de América Latina.

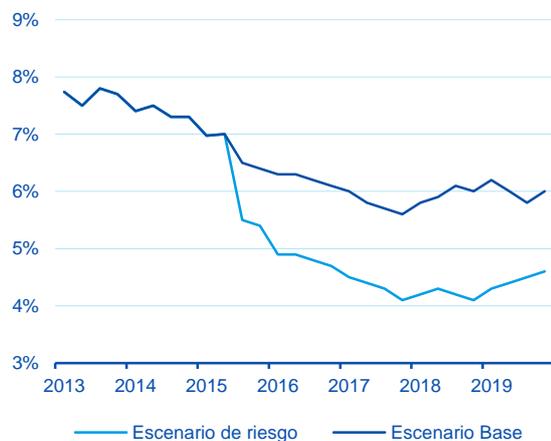
### Un escenario de riesgo para China: desaceleración persistente

Si bien nuestro escenario central supone que las autoridades continuarán apoyando un crecimiento no menor al 6% anual, resulta relevante explorar el efecto de una brusca y persistente desaceleración en China, que lleve a un crecimiento significativamente por debajo de esas cotas.

El desencadenante de ese escenario de bajo crecimiento podría ser una situación de escasos avances en las reformas estructurales, para reequilibrar el consumo y la inversión. En esta situación, con dudas acerca de la calidad de las fuertes inversiones inmobiliarias y en capacidad productiva, el crecimiento en China desaceleraría significativamente en los siguientes años. Si bien seguiría siendo cierto que las autoridades aumentarían sus esfuerzos para estimular la demanda interna (probablemente a través de mayor inversión pública), ésta no compensaría la reducción de la inversión por parte del sector privado. Así, a pesar del empuje de las políticas económicas (fiscales y monetarias) la economía operaría por debajo de su potencial. Al mismo tiempo, las medidas de estímulo generarían una presión a la depreciación del tipo de cambio del renminbi y al aumento de la inflación. Este sería un escenario de estancamiento persistente, en el que las tasas de crecimiento del PIB se acercarían al 4% —en lugar del 6% del escenario central, ver Gráfico 1— la inversión crecería por debajo del 7% anual (Gráfico 2) y la producción industrial por debajo del 4% (Gráfico 3) —11% y 7%, respectivamente, en el escenario base—.

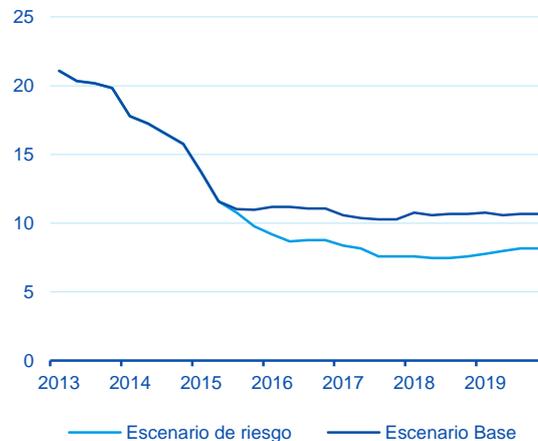
Es importante resaltar que este es un escenario con una probabilidad de ocurrencia reducida, aunque significativa, especialmente teniendo en cuenta que el escenario central de previsiones en China ya incorpora una desaceleración del crecimiento. Con todo, este escenario tendría un impacto sustancial en economías muy ligadas a la China, como las de América del Sur.

Gráfico 1  
**China: crecimiento del PIB en el escenario base y riesgo (% a/a)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**China: variación de la inversión en activos fijos (% a/a)**



Fuente: BBVA Research

### Un shock negativo en el crecimiento en China afectaría especialmente a América del Sur en primer lugar a través de una menor demanda y menores precios de materias primas

El escenario de riesgo descrito anteriormente afectaría a América Latina principalmente a través de dos canales: (i) una reducción de la demanda exterior de América Latina, pero principalmente una reducción del precio de las principales materias primas de exportación; y (ii) un aumento de la aversión global al riesgo, con efectos negativos especialmente en los activos de las economías emergentes. Estos canales operarían especialmente para los países de América del Sur y escasamente en el caso de México, menos dependiente de las materias primas (excepto en lo referido a los ingresos tributarios) y menos ligado al ciclo chino.

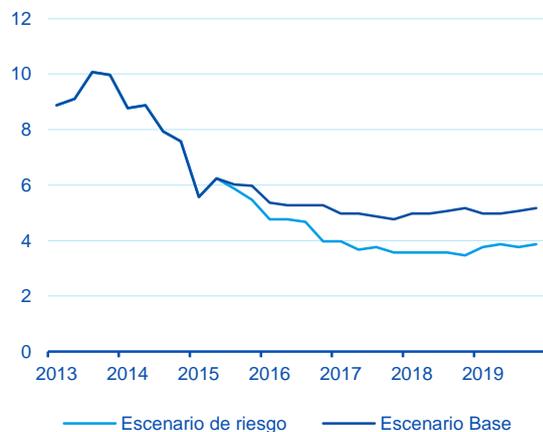
En relación al primer canal, cabe recordar que China constituye uno de los principales socios comerciales de América Latina, especialmente de los países de América del Sur. Los países para los cuales las exportaciones directas a China tienen un mayor peso en sus exportaciones totales son Chile, Brasil, Perú y Uruguay, que envían entre el 15% y 25% de sus exportaciones a ese país. En contraposición, México solamente envía el 2% de sus exportaciones a China.

Con todo, la dependencia de China no sólo está determinada por las ventas directas a ese país, sino también por la influencia que China tiene sobre los precios de las principales materias primas de exportación de la región. En particular, la dependencia de China de un país de la región será mayor cuanto mayor sea el peso en sus exportaciones totales de materias primas enviadas a China en las cuales ese país tenga una posición dominante (por el lado de la demanda) que influya mucho en el precio final.

Teniendo en consideración este peso de China en el mercado de cada materia prima de exportación, el gráfico 4 resume la ratio de dependencia<sup>1</sup> de los principales países de América Latina respecto a China, en 2008 y 2014. Por un lado, resalta el aumento de la dependencia de China en la mayoría de países en los últimos años (con la excepción de Argentina, de la mano de la caída de las exportaciones de soja y petróleo a China). Por otro lado, destaca la dicotomía entre la alta dependencia de los países de América del Sur y la escasa dependencia de México, ya comentada anteriormente.

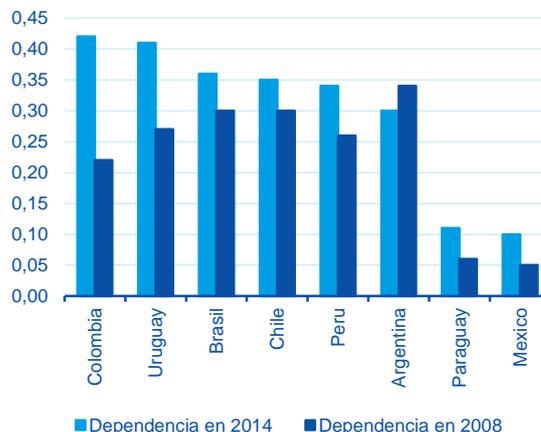
1: Para más detalles de la construcción del índice de dependencia de China, véase el Documento de Trabajo de BBVA Research 15/26 "Measuring Latin America's export dependency on China" de agosto 2015.

Gráfico 3  
China: variación de la producción industrial (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
Índice (0-1) de dependencia de las exportaciones de China\*



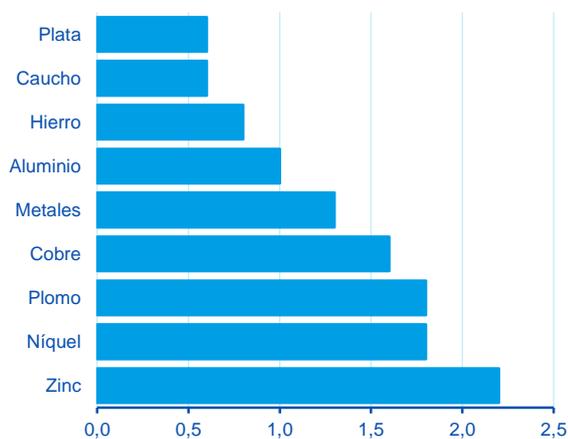
\* Un índice más alto indica una mayor dependencia de China.  
Fuente: BBVA Research

Adicionalmente, el impacto en los precios de las principales materias primas de exportación dependerá sustancialmente de la intensidad con la que la inversión en China (el componente del PIB más afectado en este escenario de riesgo) demanda cada tipo de materia prima. El Gráfico 5 muestra las elasticidades de los precios de las principales materias primas industriales frente a una reducción de la inversión.

Teniendo en cuenta estas elasticidades, el impacto que estimamos para el consumo e inversión en China en el escenario de riesgo, así como el aumento esperado de la aversión global al riesgo (ver detalles más adelante) y el exceso de oferta actual en algunos mercados de materias primas (el más destacable es el del petróleo), el Gráfico 6 muestra el impacto estimado sobre el precio de las principales materias primas de exportación de la región, respecto al escenario base de previsiones.

Destaca, en particular, el fuerte efecto negativo que tendría este escenario de riesgo sobre los precios de los principales metales industriales (cobre, hierro), especialmente por la reducción de la demanda industrial y para inversión inmobiliaria. Los precios de las materias primas energéticas también se verían fuertemente afectados, especialmente el petróleo, inicialmente incluso más que los metales al coincidir el shock de menor demanda con una situación en la que subsisten las dudas sobre la capacidad de reabsorber los excesos de oferta actuales. Por su parte, el precio de los alimentos no sufriría una reducción tan sustancial, por estar más ligado al comportamiento del consumo, menos afectado en este shock.

Gráfico 5  
Elasticidad\* de los precios de los metales a la inversión en China



\* Impacto porcentual en el precio de las materias primas un año después de una disminución de 1pp del crecimiento de la inversión en activos fijos en China.  
Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 6  
Efecto en el precio de las principales materias primas en el escenario de riesgo en China (% de diferencia en el precio respecto al escenario base)



\* Impacto porcentual en el precio de las materias primas un año después de una disminución de 1pp del crecimiento de la inversión en activos fijos en China.  
Fuente: BBVA Research

## El segundo canal de impacto en la región sería un aumento de la aversión global al riesgo

Una desaceleración severa en China muy probablemente tendría aparejada un aumento de la aversión global al riesgo, al acentuarse las dudas sobre la capacidad de sustentar el crecimiento global, la posibilidad de inestabilidad financiera en China, así como la calidad de los activos en ese país y en otras economías emergentes más ligadas a ella. En el caso de China, podría producirse un aumento de las primas de riesgo que sobrepasaran incluso las observadas inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers, y el impacto en América Latina sería sustancial, con primas de riesgo cercanas a las observadas en 2009. El aumento de la aversión al riesgo generaría una huida hacia la seguridad de los activos de las economías desarrolladas y una presión sobre el precio de los activos en América Latina y sobre los tipos de cambio. Precisamente, esta huida hacia activos más seguros apuntalaría un aumento del precio del oro por encima del esperado en el escenario base (Gráfico 6)

## Estos dos canales se verían amplificados por el impacto negativo sobre la confianza de hogares y empresas y por la falta de espacio para políticas contracíclicas, salvo la fiscal en Perú y Chile

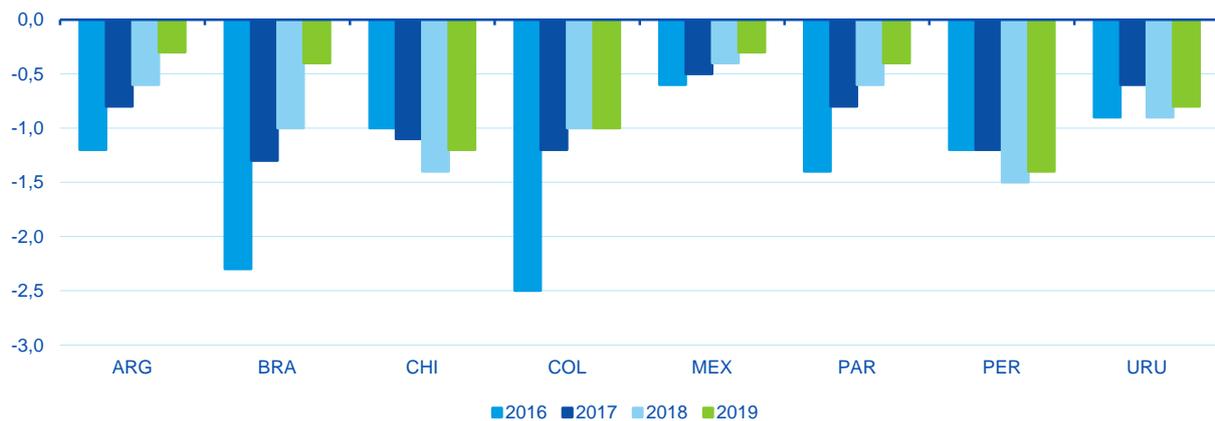
Los dos canales de transmisión se verían amplificados por el impacto negativo sobre la confianza de familias y empresas dentro de la región. De hecho, después de la quiebra de Lehman Brothers en 2008, uno de los principales canales de transmisión a América Latina fue la fuerte caída de la confianza de ambos tipos de agentes, lo que condujo a una contracción muy fuerte y brusca de la demanda interna. Dada la importancia de China para América del Sur, es muy posible que se volviera a repetir una fuerte reducción de la confianza, aunque con el agravante de que los indicadores de confianza ya se encuentran en niveles muy deprimidos (de hecho, más deprimidos que en 2009 en el caso de Brasil, por ejemplo). En particular, suponemos que el efecto negativo sobre la confianza de familias y empresas sería similar al observado después de la quiebra de Lehman Brothers, con una duración de entre 4 y 6 trimestres.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que, a diferencia de 2009, la región cuenta con mucho menor espacio para políticas económicas contracíclicas que puedan amortiguar el impacto del shock. Por el lado monetario, el aumento de la inflación y el riesgo de desanclaje de expectativas (salvo en México y Paraguay) hace poco probable una relajación monetaria (que no sería necesaria en México). Por otro lado, el espacio fiscal se ha agotado en algunos países como Brasil y Argentina y se ha reducido mucho en el resto, por el impacto sobre las finanzas públicas de la caída de los precios de las principales materias primas. La única excepción sería el caso de Perú y Chile, donde un punto de partida de menores déficits fiscales y endeudamiento público en 2015 les permitiría cierto margen de maniobra, aunque no excesivo para no comprometer su calificación soberana. De este modo, las políticas en la mayoría de países serían claramente procíclicas y dejarían a la depreciación del tipo de cambio como el principal amortiguador del shock.

**Un escenario de desaceleración sostenida de la inversión en China tendría un impacto negativo sustancial en América del Sur, soportado mejor por Argentina, Chile y Perú, entre los países grandes de la región. El impacto en México sería muy reducido.**

Ante un escenario de desaceleración en China como el descrito anteriormente, la demanda interna en América del Sur se vería fuertemente afectada, tanto por la reducción del consumo como de la inversión, ante la caída de la confianza de familias y empresas. Si bien los países con espacio para políticas económicas contracíclicas (principalmente Chile y Perú) implementarían algún estímulo fiscal inicial, la demanda interna se vería negativamente afectada, aunque en menor medida que en otros países sin tal espacio. El Gráfico 7 muestra que precisamente Brasil y Colombia serían unos de los países más afectados, al estar fuertemente expuestos a China y en el primer caso, enfrentar el shock con fundamentos muy debilitados y la necesidad de continuar el ajuste fiscal al tiempo que, en el caso de Colombia, sufriría el fuerte impacto de la caída del precio del petróleo (superior a la de otras materias primas).

Gráfico 7  
Impacto sobre el crecimiento del escenario de riesgo en China (diferencia en p.p. respecto al escenario base)



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 8

**Impacto sobre la cuenta corriente (% PIB) del escenario de riesgo en China (diferencia en p.p. respecto al escenario base)**



Fuente: BBVA Research

Perú y Chile, por su parte, están fuertemente expuestos a un shock proveniente de China, por ser exportadores de metales, pero cuentan con cierto amortiguador en el espacio para políticas fiscales contracíclicas (al menos inicialmente) que atemperarían ese impacto inicial. En el caso de Argentina, Uruguay y Paraguay el impacto sería menor en buena medida porque el shock sobre los precios de los alimentos (su principal producto de exportación) es mucho menor que en el caso de los metales y la reducción del precio del petróleo importado en realidad contrarresta parte del efecto negativo sobre las cuentas externas. Con todo, el impacto indirecto a través de una mayor recesión en Brasil es significativo en estos países y toma cuenta de la mayor parte del ajuste del crecimiento en este escenario. Por último, el efecto sobre México sería escaso, por su baja exposición a China, aunque sí sufriría el impacto de un menor precio del petróleo en las cuentas públicas.

De este modo, en este escenario de riesgo Brasil enfrentaría una fortísima recesión en 2016 (más profunda que la ya incorporada en nuestro escenario base) y estancamiento en 2017, mientras el crecimiento en Argentina y Colombia sería prácticamente nulo en 2016, pero con una recuperación a tasas más cercanas al 2.5% en 2017. El crecimiento en Chile y Perú se reduciría solamente al entorno del 1,5% en 2016, para recuperar ritmos en los años subsiguientes de 2,5% y 3,2%, respectivamente. Resulta interesante resaltar que, de forma similar a lo sucedido en 2008, la fuerte reducción de la demanda interna más que compensaría el deterioro de la demanda externa y de los términos de intercambio, lo que haría que el déficit exterior en el caso de Perú, Chile, Brasil y Paraguay en realidad mejore respecto al escenario base (Gráfico 8).

**Este escenario muestra la importancia de recomponer los espacios para políticas contracíclicas, agotados después de la crisis global de 2008-9.**

Así pues, los resultados de este ejercicio de simulación demuestran que algunos países de la región, como México, Perú y Chile, pueden soportar relativamente mejor un shock proveniente de China. El primero, por los menores vínculos con el país asiático, y en el caso de Perú y Chile, por contar con algún espacio fiscal para amortiguar parte del shock. Con todo, el punto de partida de menor fortaleza macroeconómica hace que los efectos sean bastante pronunciados en la mayoría de países, salvo México. Al mismo tiempo, el ejercicio destaca la importancia de contar con espacio para políticas contracíclicas, espacio que no se llegó a recomponer después de haber sido utilizado, con éxito, para amortiguar la crisis global de 2008-9.

**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.