

3

Riesgo País: Enfocado en Argentina, Colombia y Ecuador

6

Barómetro Sectorial

8

Enfoque sectorial: Comercio minorista en Colombia y agricultura en Argentina

Septiembre 2015

# PANORAMA

## LATINOAMÉRICA – ¿CUÁL SERÁ LA VIDA DESPUÉS DEL “BOOM” DE LOS COMMODITIES?

UNA PUBLICACIÓN ECONÓMICA DE COFACE

Patricia Krause, Economista Regional de Coface América Latina



# E

l crecimiento de Latinoamérica se ha desacelerado desde 2011. Este resultado deslucido, causado por variables fundamentales débiles a nivel local, fue exacerbado por factores

cíclicos, como la caída de los precios de los *commodities* —y particularmente el hundimiento de los precios del petróleo que se experimentó desde la segunda mitad de 2014—. En 2015 hemos observado un continuo deterioro de esta tendencia a la baja, con una expectativa de la contracción del PIB del 0.2%. Será la primera recesión desde 2009, cuando descendió la actividad en 1.4% debido a la consecuencias de la crisis “Subprime”.

**Casi todas las grandes economías deben desacelerarse en 2015.** La mayor contribución negativa, proviene de los países del Atlántico. Coface espera que Brasil se contraiga 2.5% y Venezuela en un 7% durante 2015. Chile y Perú son las únicas dos principales economías, las cuáles deben reportar una ligera mejora en este año, sin embargo, se debe considerar la fuerte desaceleración que sufrieron en 2015. En 2016 el crecimiento entrará en territorio negativo con un escaso 0.8%

arriba. Generalmente fundamentos externos continuarán pesando negativamente en América Latina. Los precios de los *commodities* no se recuperarán a mediano plazo, debido a que el crecimiento continuará con una desaceleración en China y no hay ningún país que pueda reemplazar este rol. El crecimiento debe ser encabezado por fundamentos locales, a pesar que ellos también han sido afectados por la desaceleración debido al efecto de los bajos precios de los *commodities* sobre las inversiones y sobre la carga fiscal de los gobiernos. Los países deben también resolver los *cuellos de botella* y el desmantelamiento de la industria, la cual obstaculiza el crecimiento potencial. La relativa mejora del crecimiento en 2016, debe provenir de una baja en la recesión esperada en Brasil en 2016.

En esta edición nos enfocaremos en Argentina, Colombia y Ecuador. Argentina tendrá elecciones presidenciales en octubre próximo y se prevé que enfrentará una recesión en 2015. Colombia ha perdido impulso debido a los efectos directos e indirectos de los bajos precios del petróleo. En Ecuador, la economía permanece muy afectada por el bajo nivel alcanzado por los precios del

petróleo. Las rentas petroleras constituyen una fuente importante de ingresos para el gobierno y el crecimiento del país depende en gran medida del gasto público. Coface incluyó la evaluación de riesgo país de Ecuador en su lista de observación a finales de marzo (actualmente una nota de B, más detalles en la tabla 1). La segunda parte de nuestro barómetro sectorial actualizado sobre Latinoamérica muestra el comportamiento financiero de las empresas en diferentes industrias, y se destaca dónde ha aumentado el riesgo y dónde se ha mantenido estable. Ningún segmento ha reportado mejoras. La tercera parte de este reporte se concentra en industrias sensibles de Colombia y Argentina.

LEA OTROS PANORAMAS EN:

<http://www.coface.com.co/Actualidad-y-Publicaciones/Publicaciones>

**coface**  
FOR SAFER TRADE

# ¿CUÁL SERÁ LA VIDA DESPUÉS DEL “BOOM” DE LOS COMMODITIES?



PATRICIA KRAUSE

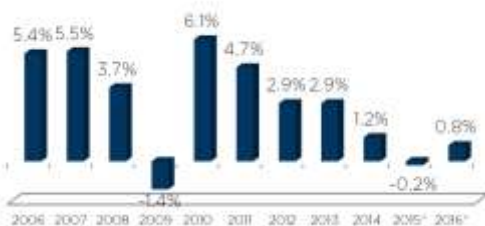
Economista para la Región de América Latina basada en São Paulo  
[patricia.krause@coface.com](mailto:patricia.krause@coface.com)

« Este resultado deslucido, causado por variables fundamentales débiles a nivel local, fue exacerbado por factores cíclicos, como la caída de los precios de los *commodities* – y particularmente el hundimiento de los precios del petróleo que se experimentó desde la segunda mitad de 2014.»

## INTRODUCCIÓN

El crecimiento de Latinoamérica se ha desacelerado desde 2011 (ver gráfica 1). Este resultado deslucido, causado por variables fundamentales débiles a nivel local, fue exacerbado por factores cíclicos, como la caída de los precios de los *commodities* —y particularmente el hundimiento de los precios del petróleo que se experimentó desde la segunda mitad de 2014—. En 2015 hemos observado un continuo deterioro de esta tendencia a la baja, con una expectativa de la contracción del PIB del 0.2%. Será la primera recesión desde 2009, cuando descendió la actividad a 1.4% debido a las consecuencias de la crisis “*subprime*”.

Gráfica 1 - Crecimiento anual del PIB

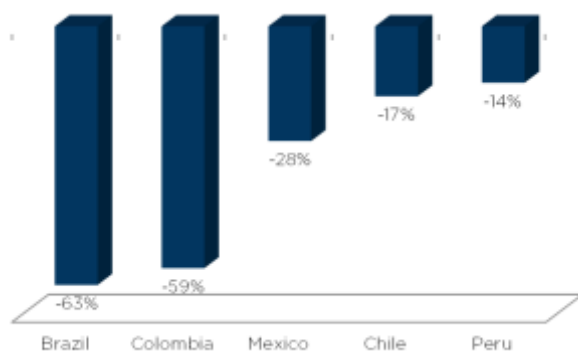


Fuentes: Coface y IMF

Casi todas las grandes economías deben desacelerarse en 2015. La mayor contribución negativa, proviene de los países del Atlántico. Coface espera que Brasil se contraiga 2.5% y Venezuela en un 7% durante 2015. Chile y Perú son las únicas dos principales economías, las cuáles deben reportar una ligera mejora en este año, sin embargo, se debe considerar la fuerte desaceleración que sufrieron en 2014. En 2016 el crecimiento entrará en territorio negativo con un escaso 0.8% arriba. Generalmente fundamentos externos continuarán pesando negativamente en América Latina. Los precios de los *commodities* no se recuperarán a mediano plazo. El crecimiento continuará con una desaceleración en China y no hay ningún país que pueda reemplazar este rol. El crecimiento debe ser encabezado por fundamentos locales, a pesar que estos también han sido afectados por la desaceleración debido al efecto de los bajos precios de los *commodities* sobre las inversiones y sobre la carga fiscal de los gobiernos. Los países deben también resolver los  *cuellos de botella* y el desmantelamiento de la industria, la cual obstaculiza el crecimiento potencial. **La relativa mejora del crecimiento en 2016, debe provenir de una baja en la recesión esperada en Brasil en 2016.**

La recaída de la actividad económica tuvo un impacto negativo en las divisas de la región. Este movimiento se robusteció con el reciente fortalecimiento del dólar americano, que se puede explicar por la percepción entre los inversionistas acerca de que la economía norteamericana superará a otras economías en los próximos meses y el esperado endurecimiento de la política monetaria de Estados Unidos. Consecuentemente, las cinco principales divisas en libre flotación de América Latina (el real brasileño, el peso colombiano, el peso chileno y el peso mexicano, así como el nuevo sol peruano) se han depreciado fuertemente (vea la gráfica 2).

**Gráfica 2 - Divisas Vs dólar americano** (% 31/08/2015 – 31/08/2014)



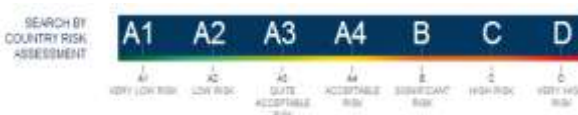
Fuentes: Bancos centrales

La depreciación de las monedas fue notablemente más fuerte en Colombia y Brasil. El real brasileño se depreció 63% refleja el fuerte deterioro de las variables macroeconómicas y los bajos precios de los productos de exportación. El peso colombiano mostró un movimiento que está asociado con el hundimiento de los precios del petróleo. Esta situación de las divisas debe mejorar la competitividad del sector manufacturero, por una reducción en el precio de las exportaciones, pero los resultados toman tiempo en materializarse y hasta ahora los datos oficiales de la economía han fallado en reportar algún repunte.

En esta edición nos enfocaremos en Argentina, Colombia y Ecuador. Argentina tendrá elecciones presidenciales en octubre próximo y se prevé que enfrentará una recesión en 2015. Colombia ha perdido impulso debido a los efectos directos e indirectos de los bajos precios del petróleo. En Ecuador, la economía permanece muy afectada por el menor nivel alcanzado por los precios del petróleo. Las rentas petroleras constituyen una fuente importante de ingresos para el gobierno y el crecimiento del país depende en gran medida del gasto público. Coface incluyó la evaluación de riesgo país de Ecuador en su lista de observación a fines de marzo (actualmente una nota de B, más detalles en la tabla 1). La segunda parte de nuestro barómetro sectorial actualizado sobre Latinoamérica muestra el comportamiento financiero de las empresas en diferentes industrias, y se destaca dónde ha aumentado el riesgo y dónde se ha man-

tenido estable. Ningún segmento ha reportado mejorías. La tercera parte de este reporte se concentra en industrias sensibles de Colombia y Argentina.

**Tabla 1**



### Argentina: próximamente tendrá elecciones presidenciales

El 25 de octubre Argentina celebrará la primera vuelta de sus elecciones presidenciales, que prometen estar marcadas por una feroz competencia. Los comicios son ampliamente esperados por los argentinos - quienes están insatisfechos con el largo periodo Kirchner - , así como por socios del comercio exterior y los tenedores de bonos soberanos en impago. Los resultados de las elecciones primarias<sup>1</sup>, realizadas el 9 de agosto, no tuvieron ninguna sorpresa. Los tres precandidatos que ya habían mostrado mayores probabilidades de participar en las elecciones ganaron la competencia dentro de los partidos y las coaliciones. Ellos son Sergio Massa, del disidente peronista Frente Renovador (alianza UNA); Mauricio Macri, del partido de derecha PRO (alianza Cambiemos), y Daniel Scioli, del peronista Frente para la Victoria (respaldado por el partido gobernante y candidato único).

Como se esperaba, Scioli obtuvo el primer lugar con 38.4% de los votos (vea la gráfica 3), seguido por Mauricio Macri (Cambiemos con 30.1%) y Sergio Massa (UNA con 20.6%). La estrecha diferencia entre los candidatos significa que la competencia será apretada. El candidato puntero necesita 45% de los votos o bien 40% con un margen de 10 puntos porcentuales respecto del candidato ubicado en segundo lugar. La posibilidad de una segunda vuelta, en noviembre 22, es alta. Los resultados de principios de agosto muestran que la mayoría desea un cambio. Una alianza entre los candidatos opositores (Massa y Macri) no se ve venir en la primera ronda.

**Gráfica 3 - Elecciones primarias de Argentina**



Elecciones primarias: el sistema electoral de Argentina prevé que todos los votantes deben decidir qué candidato de cada partido (o coalición) participará en los comicios

Desde que Argentina incumplió los pagos de su deuda externa en 2001, su ingreso a los mercados internacionales de crédito ha sido difícil. Por otra parte, el gobierno ha empezado a depender del superávit de la balanza comercial, para mantener su balanza de pagos bajo control. El país pudo mantener un superávit de la cuenta corriente hasta 2009, pero en 2010 empezó a reportar déficits anuales. Los debilitados precios internacionales de la soya (de la cual Argentina es un productor y exportador importante) y la creciente dependencia del petróleo importando ha reducido el superávit comercial en los años recientes. Además, la inflación aumentó a 38.5% en 2014 (según fuentes no oficiales) y en octubre de 2014 las reservas internacionales alcanzaron su más bajo nivel en ocho años (28 mil millones de dólares americanos o aproximadamente cinco meses de importaciones). Para contener los riesgos de liquidez e inflación, el gobierno elevó las barreras a las importaciones y elevó su control de precios.

Argentina todavía enfrenta un estancamiento jurídico, debido a su moratoria de 2001. En junio de 2014, el país fue clasificado bajo incumplimiento selectivo. Un juez norteamericano dio un fallo favorable a los tenedores de bonos, quienes no tienen que ver con la deuda estructurada, pero sí con los llamados “fondos buitres”. El país no logró ningún acuerdo y se rehusó a cumplir con la sentencia del juez. Desde entonces, otros tenedores de deuda han obtenido fallos legales similares. El pago de todos los litigios requieren aproximadamente la mitad de las reservas internacionales del país. La presidenta Cristina Kirchner permanece irreductible y dejará este asunto como una herencia para su sucesor.

Las opiniones sobre cómo debe lidiarse con este sensible ambiente económico varían entre los candidatos a la presidencia de Argentina. El candidato de la derecha, Mauricio Macri, es el más propicio a aplicar una solución de “choque deliberado”. Esta propuesta incluiría la eliminación de los controles cambiarios el 10 de diciembre (el primer día del nuevo mandato) y regular el servicio de la deuda pública. Sergio Massa ha mencionado que los controles pueden desmantelarse en los primeros 100 días de su administración, mientras que Scioli adopta un discurso más suave.

A pesar de este escenario de crisis económica, la popularidad de Kirchner sigue alta, gracias al efecto positivo de la fortaleza artificial del peso sobre el ingreso real. Con el propósito de contar con el apoyo de aquella, a finales de junio de 2015, Scioli anunció que Carlos Zanini (el secretario Legal y Técnico del gobierno en turno, quien ha trabajado con Kirchner por muchos años), será su vicepresidente. Por tanto, Scioli ha ganado el apoyo abierto de Cristina y, a cambio, alaba al gobierno actual. Él ha dicho que de resultar electo, los controles sobre el tipo de cambio empezarán a normalizarse gradualmente.

Además, parte del Congreso será renovado este año, esto es la mitad de la Cámara Baja y una tercera parte del Senado. El apoyo del Congreso es muy importante y el *kirchnerismo* podría jugar un papel en la economía, ya que dos aliados relevantes compiten en las elecciones congresistas. Se trata de Máximo Kirchner, hijo de Cristina Kirchner, y Axel Kicillof, el actual ministro de Economía. Independientemente de quien gane, el profundo desbalance económico actual no

es sustentable, por lo que se necesita hacer ajustes a la brevedad posible.

Tabla 2

	2013	2014	2015*	2016*
<b>GDP</b>	2.9 %	0.5 %	0	-0.5%
<b>Inflation</b>	26%	23.9 %	30%	26.4 %
<b>Budget Balance</b> (%of GDP)	-2%	-2.7 %	-4.1 %	-4%
<b>Public Debt</b> (%of GDP)	40.2 %	48.6 %	49.5 %	50.5 %
<b>Current Account Balance</b> (%of GDP)	-0.8 %	-0.9 %	-1.2 %	-0.2 %

Fuentes: Coface, FMI, Oxford Economics Y Banco Itaú.

### Colombia: una debilitada pero resistente economía

En el primer trimestre de 2015, la economía de Colombia se desaceleró al crecer 2.8% respecto del mismo periodo de 2014 (tras el avance de +3.5% reportado en el cuarto trimestre de 2014), según el DANE (Departamento Administrativo Nacional de Estadística). Este resultado es ligeramente mejor que el consenso del mercado, pero es la tasa de crecimiento más baja desde el tercer trimestre de 2012 (lo cual fue un poco afectado por una alta base de comparación). Desde una perspectiva intertrimestral, la situación parece ser más positiva con la continuación de una tendencia moderadamente alcista (+0.8% en el primer trimestre, tras un avance de +0.6%), encabezado por la inversión fija bruta que ganó impulso (+3% trimestre/trimestre, después del +0.5% en el cuarto trimestre de 2014).

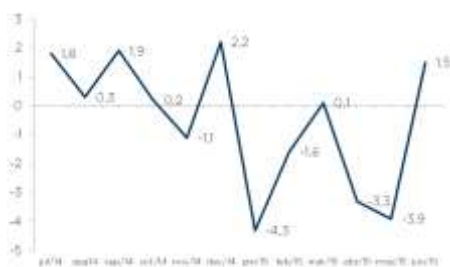
La pérdida de ritmo se esperaba ampliamente y la situación no mejorará significativamente en el trimestre siguiente, dado el contexto de la fuerte caída de los precios del petróleo desde mediados de 2014. Colombia continúa fuertemente dependiente del petróleo, lo que significa aproximadamente la mitad de las exportaciones del país y una sexta parte de los ingresos del gobierno. Esta situación se confirma por la caída en la producción manufacturera que se reportó en la primera mitad del 2015 (-2% comparada con el primer semestre de 2014).

Por más de una década, los países de América Latina tuvieron fuertes tasas de crecimiento vinculadas con la alta demanda de los *commodities* y el subsecuente impacto en los precios. Algunas economías sufrieron de la “enfermedad holandesa” (un alza en el desarrollo de recursos naturales, combinado con la pérdida de competitividad en el sector manufacturero), mientras que los altos precios de los productos básicos alentaron importantes flujos de capital. Durante la década pasada, el aumento de la inversión extranjera directa hacia Colombia (de 2.6% del PIB en 2004 a 4.3% del PIB en 2013) se concentró principalmente en el petróleo y el sector minero (50% del total de la inversión extranjera directa en 2013). Dichas inversiones generaron

efectos positivos en el corto plazo, pero hicieron vulnerable a la actividad económica a posibles caídas en los precios de ese tipo de bienes.

Por lo tanto, el actual contexto de bajas cotizaciones de los *commodities* ha afectado negativamente a Colombia y a otros exportadores latinoamericanos. Con la excepción de México, que está orientado hacia la manufactura más que a las exportaciones de bienes básicos. La actividad económica en todos los demás países latinoamericanos más importantes se desaceleró en 2014. La economía de Colombia fue la última en ser golpeada, conforme los precios de los *commodities* energéticos empezaron a caer. El PIB del país ha perdido impulso y el peso colombiano ha encontrado una tendencia a la devaluación (-52% contra el dólar americano en un año transcurrido hasta finales de julio de 2015). La industria manufacturera se mantiene como el brazo más sensible de la economía (-2.1% en el primer trimestre de 2015 año/año) Ver gráfica 4.

**Gráfica 4 - Industria manufacturera de Colombia (año/año)**



Fuente: Departamento Administrativo de Estadística (Dane).

De la parte macroeconómica, el riesgo se deriva de los déficit gemelos (fiscal y de la cuenta corriente) que mantendrán una situación difícil hacia el mediano plazo. El pronóstico del déficit del presupuesto público fue revisado recientemente al alza, de 2.8% a 3% del PIB en 2015 y de 3.3% a 3.6% en 2016 (como parte del declive de los precios del petróleo de este año que sólo afectará los ingresos del próximo año). Dichas cifras superan la de 2.4% de 2014. Sin embargo, la deuda pública bruta como proporción del PIB deberá conservar niveles manejables de alrededor de 40% para 2014-2015. En cuanto a las cuentas externas, el déficit de las cuenta corriente aumentó de 3.3% en 2013 a 5.2% en 2014. Este indicador alcanzó 5.7% del PIB (cuarto trimestre móvil) en el primer tercio de 2015 y se pronostica que se ubicará en 5.8% este año (el déficit de la balanza comercial ya alcanzó 11,9 millones de dólares en los 12 meses acumulados a mayo de 2015, comparado con un déficit de 1.3 millones en el año anterior). La inversión extranjera directa no será suficiente para compensar este alto nivel deficitario, lo cual puede resultar en la utilización de las reservas internacionales del país.

Al enfocarse en los sectores de actividad, la construcción ha perdido dinamismo en comparación con el fuerte crecimiento reportado en los años previos. Se espera que persista esta situación, debido al contexto de reducción de recursos

públicos, bajos precios del petróleo y menor actividad. Los segmentos que dependen de los *commodities* importados son los más sensibles, debido a que recientemente el tipo de cambio se ha sobrepasado (más de 80% de los productos básicos son importados para las ramas automotriz y agrícola). La actividad del comercio minorista y el sector servicios también mostrarán bajas tasas de crecimiento. Sin embargo, ellos enfrentarán menores riesgos, gracias al crecimiento del empleo y del PIB per cápita durante la última década.

El clima de negocios permanece débil, por lo que el país está ubicado en la posición 66, dentro de la clasificación de 144 países del Índice de Competitividad Global 2015, del Foro Económico Mundial. El hecho de que las instituciones estén situadas en el nivel 111, la eficiencia del mercado de bienes en 109 y la infraestructura en 84 constituyen un obstáculo para el crecimiento. Sin embargo, un posible acuerdo de paz con el grupo rebelde FARC deberá mejorar el ambiente de negocios. Por otra parte, durante la primera década del 2000, las reservas internacionales en divisa extranjera aumentaron (de 9 mil millones de dólares americanos en 2000 a 47 mil millones en 2014), se firmaron acuerdos comerciales (con Estados Unidos, la Unión Europea y la Alianza del Pacífico), además de que la tasa de inversión creció significativamente (de 15% del PIB en 2000 a 24% en 2014). En este contexto, Coface espera que el PIB crezca 3% en 2015, lo cual todavía es más alto a lo que observarán las demás economías importantes de la región.

**Tabla 3**

	2013	2014	2015*	2016*
<b>GDP</b>	4.9 %	4.6 %	2.5%	2.7 %
<b>Inflation</b>	1.9 %	3.7 %	3.7 %	3%
<b>Budget Balance</b> (%of GDP)	-2.2 %	-2.4 %	-2.9%	-2%
<b>Public Debt</b> (%of GDP)	35.8 %	38%	40.6 %	40.1 %
<b>Current Account Balance</b> (%of GDP)	-3.4 %	-5.2 %	-5.8%	-4.9 %

Fuente: Coface

**Ecuador: su situación económica, afectada por los bajos precios del petróleo, tiene pocas probabilidades de que muestre una sólida mejoría**

En la década anterior a 2013, Ecuador creció a un promedio anual de 4.8%. El PIB empezó a desacelerarse en 2014 (+3.8%), debido al escenario de bajos precios petroleros. Las estadísticas del primer trimestre de 2015 corroboraron esta tendencia, con una economía que crece a una tasa de 3% año/año (la tasa año/año más baja desde 2010) y que cae a un ritmo de avance de 0.5% comparado con el trimestre inmediato anterior. El menor dinamismo se debió princi-

palmente a la inversión (+1.5% año/año). A principios de junio, el Banco Central revisó su estimación del PIB para el cierre del año, de un elevado 4.1% a un más modesto incremento de 1.9%. Este pronóstico modificado todavía parece un poco optimista por lo que Coface prevé una tasa de 1%.

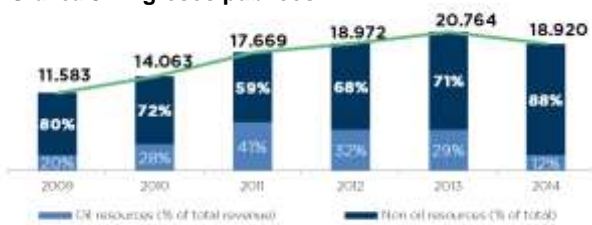
Las exportaciones se sitúan en alrededor de 27% del PIB. Históricamente, estas ventas han sido principalmente productos agropecuarios, tales como plátanos, café, coca, camarones y atún. En años recientes, campos petroleros recién descubiertos han hecho de los *commodities* energéticos una importante fuente de ingresos tributarios (ver gráfica 5), así como los principales productos de exportación. A modo de ejemplo, el petróleo representó en promedio 48% del total de las exportaciones durante el periodo 2000-2006, pero alcanzó 57% en 2013. Además, las altas cotizaciones del pasado ayudaron a incrementar los recursos del gobierno y facilitó que el gasto público y las inversiones crecieran a 44.1% del PIB en 2014 (Ver tabla 4 y gráfica 6). Vale la pena observar que en 2009, cuando los precios petroleros también se encontraban en bajos niveles, el gobierno pudo mantener su comportamiento expansivo gracias a los recursos de los fondos de estabilización. Ahora bien, esa fuente se ha agotado y los precios petroleros no parecen recuperar los valores previos –o al menos no dentro de los próximos años-. El presupuesto 2015 se estimó con base en un precio de barril de petróleo de 79.7 dólares americanos, pero la cotización del petróleo de exportación ecuatoriano se ubicó en 53.2 dólares americanos en mayo de 2015 (comparado con los 99.9 dólares americanos de un año antes), lo cual puede generar dificultades.

Fuente: Banco Central de Ecuador

El gobierno enfrentará grandes desafíos para balancear sus dos déficit, el fiscal y el de cuenta corriente. En 2014, el balance presupuestal reportó un déficit de 5.3% del PIB y una cuenta corriente negativa de 0.6%. Se anunció un recorte de 4% para el presupuesto inicial de 2015, además de que los cargos y aranceles aumentaron. Los estándares de calidad para las importaciones y los aranceles fueron completamente exprimidos en un intento por controlar el peligroso descalabro en la cuenta corriente. La eficiencia de esta medida es cuestionable, y puede que funcione como paliativo para la balanza comercial en el corto plazo, pero los efectos secundarios pueden ser peores. Ya se han generado presiones en los precios (la inflación se ubicó en 4.4% hasta julio de 2015, impedido por la industria local (ya que depende de los *commodities* importados) y se han dañado las relaciones con socios comerciales extranjeros. La legalidad de la disposición oficial también se revisa en la Comunidad Andina de Naciones y en la Organización Mundial de Comercio.

La dolarización de la economía, que fue legalizada en el año 2000, impide una devaluación para ajustar las cuentas públicas. Por lo tanto, el reciente fortalecimiento del dólar americano contra otras divisas ha hecho menos competitivas a las exportaciones no petroleras. De hecho, las estadísticas del comercio no son alentadoras. Las exportaciones petroleras se redujeron drásticamente entre enero y mayo de 2015 (-47.2% año/año), las mercancías no petroleras reportaron un declive marginal de 3% y las importaciones se contrajeron 13.3%. Por tanto, la balanza comercial tuvo cinco meses de saldo negativo hasta junio de 2015, que sumó 1,100 millones de dólares (-277.9% contra el mismo periodo de 2014).

Gráfica 5 - Ingresos públicos



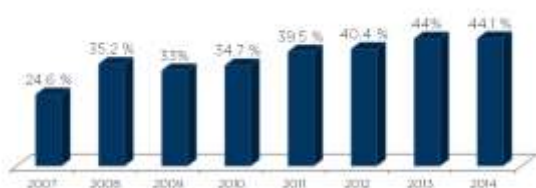
Fuente: Banco Central de Ecuador.

Tabla 4

GDP Growth Breakdown (average annual growth)						
	GDP	Household Consumption	Government Consumption	Investments	Exports	Imports
2000-2006	4.3 %	4.8 %	2.3 %	10.5 %	6 %	12.6 %
2007-2014	4.3 %	3.9 %	8 %	8.2 %	21 %	5.4 %

Fuente: Banco Central de Ecuador

Gráfica 6 - Gasto público total (% del PIB)



Ecuador tiene una historia de moratoria en deuda soberana, la más reciente data de 2008, por lo que el financiamiento extranjero no es ni abundante ni barato. La inversión extranjera directa se ubicó tan sólo en 0.8% del PIB en 2014 y puede que no sea suficiente para cubrir el descalabro de la cuenta corriente que se espera para este año, esto es un déficit estimado en 3.3% del PIB. En el primer trimestre de 2015, la cuenta corriente tuvo un déficit de 0.9% del PIB, el cual fue el peor resultado para dicho periodo desde 2009. Dicha cifra no fue totalmente compensada por la cuenta de capital de +0.7% del PIB. Al 31 de julio de 2015, las reservas internacionales alcanzaron 4,800 millones de dólares, que cubren aproximadamente sólo dos meses de importaciones.

China ha sido el principal financiador del gobierno de Ecuador. Se estima que de 2009 a 2014, los préstamos de China a Ecuador sobrepasaron 12 mil millones de dólares americanos. Sin embargo, la mayoría del financiamiento se ha vinculado a los barriles del petróleo crudo y con bajos precios de esta mercancía, una serie de préstamos se han retrasado. Con el propósito de elevar el monto de las reservas, los funcionarios públicos ya han emitido bonos dos veces este año, que suman 1,045 millones de dólares. La deuda pública es relativamente baja, pero aumentó de 24% a 29.3% en un año transcurrido hasta mayo de 2015. Una ley nacional fija el techo del endeudamiento en 40%, de

modo que el apalancamiento del país mantendrá su incremento para evitar mayores recortes presupuestales.

Tabla 5

	2013	2014	2015f	2016f
<b>GDP</b>	4.6 %	3.6 %	1 %	0.5 %
<b>Inflation</b>	2.7 %	3.6 %	4.5 %	3 %
<b>Budget Balance</b> (% of GDP)	-4.6 %	-5.2 %	-5.4 %	-4.8 %
<b>Public Debt</b> (% of GDP)	24.2 %	29.8 %	34.3 %	36.6 %
<b>Current Account Balance</b> (% of GDP)	-1 %	-0.6 %	-3.3 %	-3 %

Fuentes: Coface y FMI.

## 2 BARÓMETRO SECTORIAL

El barómetro sectorial de Coface muestra el desempeño financiero de las compañías en diferentes industrias, junto con su experiencia de pagos. En la región latinoamericana, los riesgos han aumentado en general en los últimos meses, frente a un escenario de bajos precios de los *commodities* y su impacto en la economía. La mayoría de los sectores están clasificados en alto riesgo.

Asimismo, estos resultados se sustentan en un promedio ponderado del PIB de los países. Las cinco economías más importantes son Brasil, México, Argentina, Colombia y Chile. Juntas representan el 83% del PIB regional. En un contexto de lento crecimiento del PIB regional varios sectores reportaron un deterioro en su percepción de riesgo. En esta sección del Panorama, examinaremos la situación de cada segmento.

Tabla 6

	Latam Sector Barometer	
	Risk Level	Panorama (February 2015)
Agro-food	●	↓
Retail	●	=
Textiles – clothing	●	=
Metals	●	=
Automotive	●	↓
Construction	●	=
Pharmaceuticals	●	=

● Riesgo moderado ● Riesgo medio ● Riesgo alto ● Riesgo muy alto

### Agro-alimentos: ● Alto riesgo

Desde el último Panorama, el riesgo para este segmento ha sido revisado hacia la baja. El sector agrícola normalmente trabaja con pagos de largo plazo y es naturalmente vulnerable a dos factores: **las condiciones climáticas y los precios de los *commodities***. Brasil y Colombia fueron afectados por sequías. El fenómeno de “El Niño” provocó inundaciones en Perú y Ecuador, mientras que Chile sufrió ambos fenómenos. A pesar de estos problemas climáticos, se han observado cosechas *record* en algunos países, como fue el caso de Brasil y Argentina.

Los productores, no obstante, han visto presionada su rentabilidad debido a los aumentos de costos y los bajos precios internacionales de los *commodities*. Por ejemplo, los precios de la soya cayeron aproximadamente 33% en el año transcurrido a junio de 2015. La dependencia de la región respecto a los fertilizantes importados es alta y todas las monedas importantes en libre flotación se depreciaron durante el año pasado, lo que elevó el precio de los productos importados. El real brasileño y el peso colombiano en particular se depreciaron bruscamente en -49% y -52% respectivamente, en el año transcurrido a julio de 2015.

### Comercio minorista: ● Riesgo medio

En la mayoría de los países de la región, el sector comercial disfrutó de fuertes tasas de crecimiento en la década pasada, gracias a un significativo avance del PIB per cápita. Parte de esta ganancia en el ingreso se debió al periodo de bonanza de los *commodities*. Ahora bien, dichos precios altos se acabaron y el segmento del comercio minorista ha empezado a reportar bajas tasas de crecimiento.

El sector perdió dinamismo en Colombia, Perú y Chile. En México se mantuvo estable, ya que se vio favorecido por un incremento en el empleo y el decrecimiento de la inflación (en julio de 2015 alcanzó 2.7%, el valor más bajo que se ha registrado). Sin embargo, el escenario de Brasil es más sensible. Después de muchos años de crecimiento robusto, se prevé que el comercio al por menor se contraiga en 2015 y muestre su primer resultado negativo desde 2003. Las ventas disminuyeron 0.5% en el año transcurrido a mayo de 2015. La actividad fue golpeada por una alta inflación (9.6% año/año a julio de 2015), el creciente desempleo y la actual crisis de confianza del país.

La reciente depreciación de los tipos de cambio de América Latina también ha apretado la rentabilidad de las mercancías importadas, y de aquellos bienes que dependen de insumos importados, tales como electrónica, electrodomésticos y autopartes.

### Textil-vestido: ● Riesgo alto

En los últimos 30 años, China se ha convertido en el exportador más importante de textiles en el mundo. Los muy bajos costos laborales del país y su mejor apertura al comercio, le han traído mayores ventajas competitivas. En

años más recientes, otros países, tales como India, Turquía y Vietnam, también se han convertido en competidores, gracias a sus muy bajos costos laborales.

En este contexto, los países latinoamericanos se han hecho muy dependientes de las importaciones, al tiempo que la región en general tiene elevados impuestos, desafíos en infraestructura y altos costos laborales. Las recientes depreciaciones en las principales monedas en libre flotación no serán suficientes para compensar la falta de competitividad en general. Coface conserva su evaluación en alto riesgo.

#### **Metales : ● Riesgo alto**

En la medida en que es responsable del 50% de la producción mundial de acero y del consumo del mismo, China juega un papel importante en la determinación de las cotizaciones de esta mercancía. Muchos productores de acero de China son empresas estatales y las decisiones sobre cuánto producir no están necesariamente relacionadas con razones económicas. Por lo tanto, actualmente existe una sobre oferta en el mercado del acero, lo cual ha generado bajos precios. Paralelamente al factor de suministro, las cotizaciones del acero se ven golpeadas por una menor demanda mundial, impulsada principalmente por la desaceleración de las inversiones en China.

Además de estos factores externos, el ámbito de la economía interna no ayuda. En Brasil, el segmento de los metales fue afectado por la baja demanda de sus principales nichos de clientes, principalmente la industria automotriz, de la construcción y de bienes de capital. El escenario delicado que actualmente encara la industria automotriz de Argentina también se ha reflejado en su industria de metales. Asimismo, la reducción de las ganancias de los *commodities* impacta negativamente a la industria, debido a las menores inversiones.

#### **Automotriz: ● Riesgo alto**

La industria automotriz fue recientemente revisada en alto riesgo. México es una excepción, donde el riesgo se ha clasificado como moderado. Desde la puesta en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) en 1994, la producción de automóviles del país ha dado un salto mayor y se ha orientado a la exportación. México se ha beneficiado de su proximidad con Estados Unidos y su mano de obra barata, lo que lo ha hecho muy competitivo. En los primeros siete meses de 2015, la producción aumentó 6.7%, las ventas avanzaron 20.9% y las exportaciones lo hicieron en 8.9%.

Este escenario difiere al de otros productores de la región, tales como Brasil y Argentina. La crisis automotriz de Brasil empezó a principios de 2014 y ha continuado desde entonces. De enero a julio de 2015 la producción disminuyó 18.1% y las ventas han caído en 21%. Frente a la crisis económica, la población brasileña no tiene incentivos para

comprar bienes durables. Alrededor de 36 mil trabajadores (25% del total de la fuerza laboral automotriz) han sido despedidos o se encuentran en vacaciones colectivas. En Argentina, el segmento ha sido golpeado por la alta inflación, los salarios quebrantados, la baja actividad económica, el efecto de la crisis en Brasil (quien es el principal socio comercial de Argentina en el sector) y los elevados impuestos a los autos de lujo.

El resto de los países generalmente dependen de autos y refacciones importadas. Por lo tanto, sus ventas y rentabilidad también son influenciadas por el bajo crecimiento del PIB y las recientes depreciaciones de los tipos de cambio.

#### **Construcción: ● Riesgo alto**

En Brasil, la perspectiva es negativa. En el caso del segmento corporativo, se explica por la sobre oferta de bienes raíces y de la frágil demanda. El debilitamiento de la demanda se debe a una desaceleración de la actividad productiva y a los efectos secundarios del gran escándalo de corrupción que involucra a Petrobras, el gigante estatal de petróleo. El escenario para el segmento de edificación de vivienda es ligeramente mejor, debido a la falta de casas en el país y a la robusta oferta de créditos hipotecarios. Sin embargo, las tasas de interés se encuentran en ascenso y la oferta de crédito de la banca pública se ha limitado. En el primer trimestre de 2015, la construcción se contrajo 4.7% contra el mismo periodo del año anterior.

Los riesgos globales aumentaron para todas las economías más importantes. La construcción fue afectada negativamente, directa e indirectamente, por los precios de los *commodities*. No sólo reducen el atractivo de invertir en la expansión de la producción, sino que también dañaron la actividad económica y la inversión pública debido a menores ingresos fiscales.

En Colombia, el crecimiento perdió dinamismo al reportar 4.9% en el primer trimestre de 2015, contra un máximo de 14% en el mismo periodo del año previo. No obstante la aún considerable tasa alcanzada, se han reportado retrasos en los pagos. La industria de la construcción mexicana también ha estado golpeada por la postergación de varios proyectos de infraestructura impulsados por el gobierno. En Chile, el índice de la actividad sectorial IMACON aumentó 1.6% año/año en mayo de 2015, el tercer resultado positivo en forma consecutiva después de una racha de nueve meses de contracción. El débil resultado se explica por la desaceleración en las inversiones, principalmente en el segmento minero.

#### **Farmacéutica: ● Riesgo moderado**

A pesar del bajo crecimiento del ingreso disponible de muchos países en el periodo reciente, el PIB per cápita mejoró significativamente en los últimos 15 años. Esta situación ha contribuido a fortalecer la industria farmacéutica de Lati-



noamérica. Asimismo, la población envejece, lo que conduce a un incremento en el consumo de medicamentos. Finalmente la industria se ve favorecida por la baja elasticidad de precios de sus productos (ya que los consumidores tienen a conservar la compra de medicamentos esenciales, incluso si el ambiente macroeconómico se ha quebrantado).

### 3 SECTORES

Esta sección se concentrará en dos segmentos de las economías colombiana y argentina. Para esta edición, examinaremos la industria del comercio minorista de Colombia y el sector agroalimentario de Argentina. El primero ha crecido gracias al debilitamiento de la actividad económica, mientras que el segundo ha sufrido de un fuerte intervencionismo del gobierno.

#### Colombia

##### Comercio minorista: se comienza a sentir el efecto de los vientos en contra del entorno económico

Con 47.7 millones de habitantes, Colombia es el tercer país más poblado de América Latina, después de Brasil y México. El gasto en el sector representa alrededor de 58% del PIB y, en la última década, una tendencia demográfica positiva, así como ingresos reales en crecimiento se perfilan como fortalezas. Esta conjunción de factores hizo posible para Colombia reportar un fuerte crecimiento en las ventas comerciales en los últimos años. A pesar de esto, el sector ha empezado a sentir los efectos de fundamentales macroeconómicos menos favorables.

Atraídos por el potencial del país, varios establecimientos comerciales extranjeros (tales como grupos chilenos, mexicanos y portugueses) han entrado al mercado colombiano. El ingreso de estos grandes jugadores contribuyó a generar empleo e inversión. Sin embargo, la rentabilidad dentro de este mercado todavía está limitada, ya que los ingresos siguen bajos. Una nueva clase media ha emergido, pero el porcentaje de hogares con ingresos anuales netos de más de 10 mil dólares americanos se prevé que alcanzará sólo 24% de la población en 2015 (pronóstico de BMI).

En 2014 las ventas al por menor aumentaron 7.7%, pero el crecimiento no se repartió homogéneamente a lo largo del país. Las importantes metrópolis de Bogotá y Medellín reportaron tasas de crecimiento de ventas minoristas por debajo del promedio, de 4.3% y 6.1% respectivamente. La población urbana ha crecido y los empresarios, conscientes de este movimiento, han elevado sus inversiones en pequeñas ciudades (algunas de ellas con menos de 500 mil habitantes).

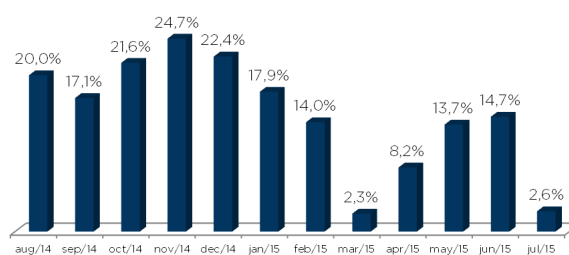
Según el Índice de Desarrollo Global del Comercio Minorista 2015 de la firma consultora A.T. Kearney, Colombia es el 20º país más atractivo del mundo para inversiones en el sector. A pesar de las fortalezas ya destacadas, el mercado

local enfrenta algunas debilidades importantes, tales como los *cuellos de botella* en infraestructura, las altas tasas de criminalidad y los carteles de la droga.

Sin embargo, la tendencia positiva del sector no es inmune a la desaceleración de la actividad económica del país. De noviembre de 2014 a marzo de 2015, la confianza del consumidor decayó ligeramente (Ver gráfica 7), impulsada por la visión pesimista de la situación actual y las expectativas para los próximos periodos. No obstante, desde abril de 2015 un leve repunte se ha observado. Las cifras de las ventas al detalle de 2015 están alineadas con las expectativas de menor crecimiento en el futuro cercano.

Según el DANE, las ventas al por menor se elevaron 3.4% de enero a junio de 2015, contra 5% para el mismo periodo el año pasado. Este débil resultado se exacerbó por el efecto de: 1) el hundimiento de las cotizaciones internacionales del petróleo, que se desató a mediados de 2014; 2) la depreciación del tipo de cambio (-52% en el año transcurrido a julio de 2015) y 3) alta inflación (4.42% año/año en junio de 2015, contra 2.79% en el mismo periodo de 2014). Los artículos más caros y las subcategorías que dependen de las importaciones son los más castigados, tales como vehículos y electrodomésticos. Por ejemplo, las ventas de autos cayeron 7.9% en los primeros cinco meses de 2015 (contra +1.2% de enero-junio de 2015). Sin embargo, algunos segmentos todavía son prometedores, tales como el e-Commerce (comercio electrónico). Este segmento ha crecido mediante las plataformas de ventas en línea creadas por las principales cadenas comerciales y el mayor uso de los teléfonos móviles.

Gráfica 7 - Índice de confianza del consumidor



Fuente: Fedesarrollo<sup>2</sup>

Las condiciones no son ciertamente tan favorables como eran hace un año y la economía no regresará a su anterior senda del crecimiento en el futuro inmediato. No obstante, el riesgo se espera que se mantenga en niveles moderados, gracias al incremento del PIB per cápita alcanzado en años recientes, la continua resistencia del mercado laboral y la esperada moderación en las presiones de precios en los próximos meses.

<sup>2</sup> Índice de Confianza del Consumidor Fedesarrollo: calculado como resultado de sustraer el porcentaje de respuestas negativas del porcentaje de respuestas positivas a cinco preguntas (relacionadas con el ambiente económico actual y las expectativas).

## Argentina

### Agricultura: la pérdida de oportunidades de mercado por el intervencionismo del gobierno

Argentina, que cubre una extensión de 2.8 millones de kilómetros cuadrados y que está bendecido por sus tierras fértiles, es un importante jugador agrícola. Este país es un gran productor de soya, trigo, cebada, girasol y sorgo. El sector agrícola representa alrededor de 8% del PIB nacional y fue un motor del crecimiento en el primer trimestre de 2015, luego de que la temporada 2014/2015 logró cosechas récord. Esto se debió principalmente a una de las mejores condiciones climáticas en años, al caer lluvias en el tiempo correcto. No obstante, esto no necesariamente significó mayores ganancias para los agricultores.

“No hay precio sin un mercado y no habrá producción sin precio”. Esta cita de una reciente declaración del mercado de granos de la Bolsa de Comercio de Rosario se refiere al creciente intervencionismo del gobierno y a sus amplios efectos en la eficiencia del segmento agrícola. Con el propósito de contener la inflación y asegurar el suministro de alimentos, las autoridades responsables establecieron en 2007 un sistema de cuotas de exportación conocido como Registro de Operaciones de Exportación (ROE). Creado con el propósito de evitar que los precios locales de los alimentos fueran influenciados por las altas cotizaciones internacionales, el ROE se aplica básicamente al trigo, maíz y carne. Esta disposición limita las exportaciones potenciales y las cuotas se establecen sin un patrón fijo. Esto significa que los precios de los agricultores son artificialmente bajos, ya que no hay competencia entre los compradores locales y los del mercado de exportación. Los impuestos a las exportaciones también son altos (ver tabla 6) y según estimaciones de la Fundación Agropecuaria para el Desarrollo de Argentina, el Estado absorbe más de 93.5% de la rentabilidad rural.

Tabla 7

Impuestos a las exportaciones de Argentina	
Rice	5-10 %
Barley	20 %
Corn	20 %
Wheat	23 %
Soya	35 %

Fuente: Departamento de Agricultura de Estados Unidos (USDA, en inglés).

Datos del Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria (INTA) revelan que el área promedio de las plantaciones de trigo no ha sobrepasado 5 millones de hectáreas desde que en 2007 las autoridades empezaron a intervenir en el mercado (contra un promedio de 6.2 millones de hectáreas en los cinco años previos). El área final sembrada de los cultivos de trigo en la temporada 2014/15 fue de 4.2 millones de hectáreas y se espera que sea de 4 millones para 2015/16.

Los dueños de las tierras también están desalentados por las plantaciones de maíz, ya que es el cultivo que requiere la más alta inversión y su retorno es significativamente más bajo que la soya. Frente a este escenario, muchos agricultores han cambiado de la producción de maíz y de trigo al frijol de soya (que está exento de las cuotas de exportación).

El actual escenario económico de un peso sobrevaluado, la elevada inflación y el financiamiento limitado ha forzado a los productores a reducir sus planes de siembra de trigo y maíz para la cosecha 2015/16. Más de mil productores protestaron recientemente en Córdoba, Santa Fe, Buenos Aires y Chaco. Los inconformes gestionan por cambios urgentes en las actuales políticas públicas, ya que ellos también se ven afectados por la caída de precios de las mercancías agrícolas y por los elevados costos.

La producción de soya sumó 60.8 millones de toneladas en la cosecha 2014/15, lo que constituye un alza de 17% contra el año previo y el mejor rendimiento (53 bolsas/hectárea) respecto de la cosecha 2006/07 (49.3 bolsas/hectárea). A pesar de no estar sujetos al sistema ROE, los productores de frijol de soya enfrentan el desafío de altos aranceles de exportación (35%) y de estrictos controles. En los últimos años, los productores han almacenado la soya como una cobertura contra la alta inflación, los bajos precios de los *commodities* y el miedo a una mayor devaluación monetaria (la última fue en enero de 2014).

El gobierno, que encara dificultades para obtener capital extranjero desde su moratoria de 2002, ha presionado a los productores a vender sus inventarios en aras de recaudar impuestos a la exportación y alimentar las escasas reservas de moneda extranjera del Banco Central. Bajo una nueva ley, los agricultores deben reportar sus certificados de depósito y los títulos de crédito tipo warrant al Ministerio de Agricultura. El propósito es hacer que los productores liquiden sus inventarios más rápido. Además, el Banco Nacional ha advertido que cancelará el financiamiento si los productores no venden el grano acumulado de sus campos.

Argentina ha sido bendecida con buenas tierras agrícolas y las condiciones climáticas de la última cosecha fueron favorables, pero el sector es intensivo en capital. En el corto plazo, la actividad parece estar bien orientada, pero desafortunadamente se han generado problemas por el marcado intervencionismo. Ya que la rentabilidad se ve directamente afectada, el segmento está actualmente clasificado en alto riesgo. El país celebrará elecciones presidenciales el 25 de octubre de 2015 y los principales candidatos ya han reconocido que el sector necesita reformas (tales como la eliminación del ROE y la reducción de los aranceles a las exportaciones). Sin embargo, el candidato puntero, Daniel Scioli, recientemente señaló a un importante aliado de la presidenta Christina Kirchner como su futuro vicepresidente (Carlos Zanini, el secretario Legal y Técnico del gobierno en turno). Esta situación ha elevado el temor de que el intervencionismo no se apartará en el futuro inmediato.

Tabla 8

USDA July 2015 Survey			
Argentina Production (million tones)	2013/14	2014/15 est.	2015/16 f
Wheat	10.5	12.5	11.5
Corn	26	26.5	25
Soya	53.5	60.8	57

## 4 CONCLUSIÓN

El PIB regional ha disminuido desde 2011 y en 2015 no será diferente. No se prevé que los precios de los *commodities* aumenten en el futuro cercano, de modo que estas bajas cotizaciones generan impactos negativos directos en las balanzas comerciales y en la inversión privada. Asimismo, las caídas en la inversión pública y el gasto público (debido a los bajos ingresos de la recaudación de impuestos) constituyen efectos secundarios.

En un contexto de depreciación de divisas nacionales y de bajos ingresos obtenidos de los productos básicos, las economías tienden a cambiar su atención a las exportaciones de productos con alto valor agregado. Sin embargo, los empresarios encuentran dos importantes obstáculos: la falta general de competitividad de la industria local y el hecho de que las monedas en otras partes del mundo también han reportado fuertes depreciaciones contra el dólar americano en el mismo periodo.

La industria manufacturera de la región ha perdido competitividad con los años, debido a una pobre infraestructura, problemas de seguridad, justicia inadecuada, altos impuestos, burocracia, acuerdos comerciales limitados y baja inversión en investigación y desarrollo. Por supuesto que no todos estos factores pueden aplicarse a toda la región. Por ejemplo, la industria manufacturera se ha expandido significativamente en México desde la puesta en operación del TLCAN. Sin embargo, los asuntos de seguridad todavía son un punto sensible.

Los otros países de la Alianza del Pacífico, Chile, Perú y Colombia, también han aumentado sus acuerdos comerciales en años recientes. En contraparte, Brasil y Argentina están atrapados en el Mercosur y todavía mantienen importantes barreras. En Argentina, las barreras son más estrictas, como un medio para controlar la carencia de reservas internacionales y en el caso de Brasil se relacionan con altos aranceles a las importaciones en un intento por proteger a la industria local.

Frente a los factores antes expuestos, el escenario seguirá desafiante y es posible que se reporten mayores aumentos en insolvencias.

---

### RESERVATION

This document is a summary reflecting the opinions and views of participants as interpreted and noted by Coface on the date it was written and based on available information. It may be modified at any time. The information, analyses and opinions contained in the document have been compiled on the basis of our understanding and interpretation of the discussions. However Coface does not, under any circumstances, guarantee the accuracy, completeness or reality of the data contained in it. The information, analyses and opinions are provided for information purposes and are only a supplement to information the reader may find elsewhere. Coface has no results-based obligation, but an obligation of means and assumes no responsibility for any losses incurred by the reader arising from use of the information, analyses and opinions contained in the document. This document and the analyses and opinions expressed in it are the sole property of Coface. The reader is permitted to view or reproduce them for internal use only, subject to clearly stating Coface's name and not altering or modifying the data. Any use, extraction, reproduction for public or commercial use is prohibited without Coface's prior agreement.

Please refer to the legal notice on Coface's site.

---

### Coface Brasil S.A.

34 João Duran Alonso Square  
Brooklin Novo District - 12 floor  
São Paulo – Brazil  
T. +55 (11) 5509-8181

