

¿Será la deuda denominada en dólares convertida en una epidemia de la economía emergente?



Estimados lectores,

En el último año, el dólar americano se ha apreciado en alrededor de un 20% ponderado en función del comercio. Existen dos principales razones para esto:

1. la economía de EE.UU. ha sostenido un crecimiento económico relativamente fuerte, particularmente a mediados de 2014; y
2. la Reserva Federal de EE.UU. está más adelantada en lo que respecta a estrechar la política monetaria que los bancos centrales de otras principales divisas mundiales (ver Figura 1).

Así como el precio del combustible, un dólar fuerte es algo poco común en la economía: su impacto puede sentirse a lo largo de la economía global. En EE.UU., un dólar más fuerte puede ejercer presión negativa en el crecimiento neto de las exportaciones, mientras que los productos de EE.UU. se hacen relativamente más caros en los mercados internacionales y las importaciones se abaratan para los consumidores de EE.UU. Pero es el impacto de un dólar apreciado fuera de EE.UU. lo que considero de mayor preocupación.

En los últimos años, muchos mercados emergentes han hecho sus préstamos en dólares americanos para aprovechar los excepcionalmente bajos intereses de los dólares que han resultado de los programas masivos de Flexibilización Cuantitativa (QE, por sus siglas en inglés) de la Reserva Federal. Ahora que la Reserva Federal se está preparando para estrechar la política monetaria, y el dólar se ha fortalecido, esta deuda en dólares se ha convertido en fuente de potencial vulnerabilidad para muchas economías emergentes.

En esta edición hemos analizado la vulnerabilidad de país y encontrado que:

- los tan denominados *Frágiles 5'* ahora son los *Tiernos 2'* ya que Turquía y Suráfrica permanecen particularmente vulnerables a un dólar fuerte;
- India está avanzando en la dirección correcta, ya que su déficit por cuenta corriente ha caído pero Brasil e Indonesia son dos a los que no hay que quitarles la vista de encima; y
- la mayoría de los gobiernos en nuestra muestra tienen una proporción relativamente modesta de la deuda pública con relación al PIB, lo que les da un poco de aislamiento del dólar en alza

Sin embargo, quizás lo más importante para nuestros clientes es que el crédito del dólar americano está haciéndose más caro y es probable que ocasione impactos consecuenciales y algunas veces amplificadas en el financiamiento en muchas economías emergentes.

Finalmente, la probabilidad de que Irán vuelva a entrar al sistema económico global ha sido llamada como un 'factor determinante' para la región; hemos echado un vistazo más de cerca.

Richard Boxshall

PwC | Economista Sénior

Fig 1: La Reserva Federal está más cerca de aumentar las tasas de interés que otros grandes bancos centrales.

El camino probable hacia operar una política monetaria normal:

¿En qué situación se encuentran los principales bancos centrales?

Activos QE con vencimiento no sustituidos

Tasa del Banco Central normalizada

Guía de tasa de interés ajustada

Compras QE reducidas a cero

Compras Activas

Fed \$

BoE £

ECB €

Fuentes: Análisis PwC, Reserva Federal.

Actualización económica: la economía de los EE.UU. flaquea en el primer trimestre

El PIB de EE.UU. crece en 0.1% trimestre a trimestre en T1

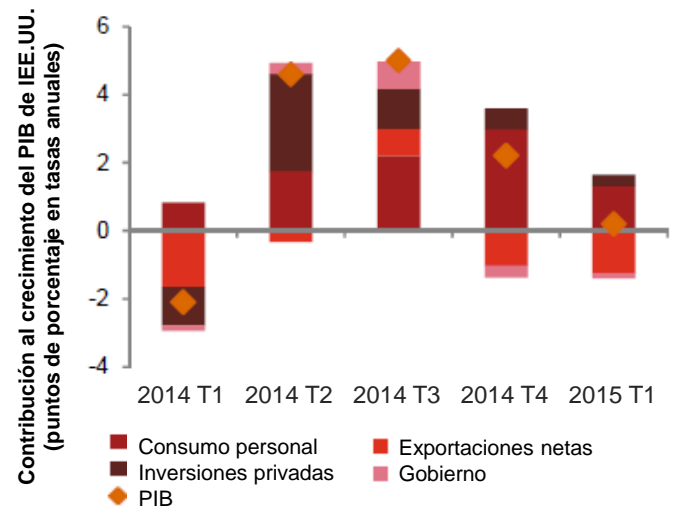
Similar al 2014, la cifra del crecimiento del PIB en el primer trimestre en EE.UU. decayó este año, ya que la economía creció en sólo 0.1% inter-trimestralmente. El crecimiento del gasto del consumidor llegó a 0.5% inter-trimestralmente, reflejando el hecho de que los hogares todavía no están aprovechando el bajo precio del combustible para aumentar sus gastos. En su lugar, los consumidores prefieren aumentar sus ahorros – la tasa de ahorros personales incrementó de 4.6% en el último trimestre de 2014 a 5.5% en el primer trimestre de 2015.

El dólar fuerte tiene sus consecuencias en el crecimiento de EE.UU.

El crecimiento del PIB también fue limitado por el dólar apreciado, lo que contribuyó a una mayor contribución negativa al crecimiento proveniente de las exportaciones netas que durante los trimestres anteriores (ver Figura 2).

A pesar de otro año en el cual el crecimiento del primer trimestre es EE.UU. ha sido decepcionante, y en el cual la Reserva Federal se espera que aumente las tasas de interés más adelante en 2015, esperamos que el crecimiento se recupere en lo que queda del año, mientras que el combustible barato y el aumento de salarios reales (el real promedio de ganancias por hora en marzo de 2015 fue 2.2% más alto que hace un año) comienzan a traducirse en un mayor crecimiento en el gasto del consumidor. Como resultado, esperamos que la economía de EE.UU. crezca en alrededor de 2.4% este año.

Fig 2: La baja en el crecimiento del consumo personal y las exportaciones netas contribuyeron a un bajo crecimiento del PIB en EE.UU.



Fuentes: US BEA

Irán: ¿Vientos de cambio?

Desde 2012, el acceso de Irán a mercados capitales y comerciales ha sido severamente limitado en apoyo a sanciones internacionales. Una consecuencia importante de esto fue la caída del PIB per cápita promedio de los Iraníes, por debajo del promedio regional por primera vez desde 1995 (ver Figura 3). Pero esto puede terminar pronto.

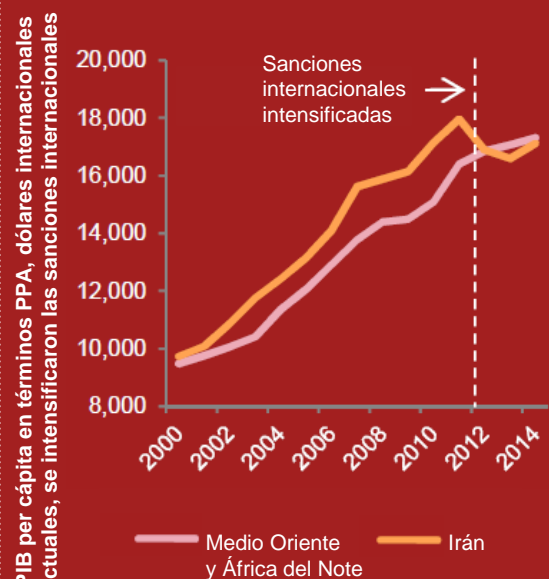
El acuerdo de marco inicial entre Irán y seis potencias mundiales en abril, lo que se espera que lleve al final de un acuerdo en junio, pudiera ser un 'factor determinante' para la región ya que muy probablemente contenga una relajación gradual de las sanciones internacionales.

¿Y si...?

Pensamos que el área más obvia que será impactada por el eventual levantamiento de las sanciones será el sector energético de Irán, el cual ha estado falto del conocimiento y la experiencia Occidental por mucho tiempo (de la misma manera para su aerolínea y sus sectores de manufactura de carros).

Los campos de combustible de Irán son atractivos comercialmente por dos razones. Primero, por su potencial: Irán tiene la cuarta reserva de combustible más grande del mundo. Segundo, por el relativamente barato costo de la extracción de petróleo: el FMI estima que el punto de equilibrio para el precio del petróleo en Irán es de \$43 por barril. De hecho, si la producción de petróleo de Irán revierte a niveles anteriores al 2012, se podría incrementar la oferta de petróleo global en más de 1% o por alrededor de un millón de barriles por día. Irán también tiene las segundas reservas de gas más grandes del mundo, lo que tiene un potencial similarmente fuerte.

Fig 3: Las sanciones internacionales han cobrado un precio en el PIB per cápita en Irán.



Fuente: FMI

Más comercio, más trabajos

Pero existen mayores problemas comerciales y macroeconómicos que considerar. El mayor impacto para los negocios locales llegarían a través de re-acceder a sistemas de pago internacionales (por ejemplo, SWIFT). En principio esto debe facilitarle a Irán el comercio con el resto del mundo, creando trabajos para su bien educada fuerza laboral, y bajando el desempleo por debajo del 10%. En mayor tiempo, exponer a los negocios iraníes locales a la competencia internacional pudiera también ayudar a fortalecer la productividad.

Los negocios internacionales también ganan a través de un aumento en las ventas. Un sector que pudiera florecer es el de los productos de consumo, desde electrónicos hasta textil, lo que tiende a satisfacer las necesidades de jóvenes adultos y familias con niños. La CIA estima que más del 70% de la población de Irán (80 millones) está en el rango de edad de los 15-64, la cual es más grande que la población de España y una fuente clave de demanda. Una presencia más vibrante de conglomerados internacionales de productos de consumo en Irán también pudiera tener efectos adicionales en las industrias afiliadas incluyendo publicidad, manufactura liviana y logística.

Finalmente, levantar las sanciones significará que Irán obtendrá nuevamente acceso a aproximadamente \$90 mil millones en activos que se mantienen actualmente en el extranjero. A nivel comercial, firmas de servicio profesional sofisticadas basadas en los EAU, la mayor fuente de importación de Irán, están bien ubicadas para ayudar a repatriar algunos de estos activos. Irán también tiene un sector tecnológico creciente y ávido de efectivo, el cual podría ser objetivo de inversión potencial. Más importante, sin embargo, ya que los montos involucrados son bastante grandes, las entradas de capital podrían tener efectos macroeconómicos más amplios, incluyendo la estabilización del rial iraní en el medio plazo, la reducción de la brecha entre las tasas oficiales y paralelas, y la puesta de presión a la baja sobre la inflación. Algunos gerentes de activos basados en Londres ya se han unido en equipo con firmas iraníes locales para prepararse para esto.

La mayoría de los libros de historia económica se enfocan en las reformas clave que han tenido un impacto duradero en los países. Las ventajas económicas de la reintegración deben ser tentadoras. ¿Será suficiente el atractivo de sumergirse en los flujos de capital y comercio global para cerrar el trato?

Los mercados emergentes y el dólar en alza

Las economías emergentes no pudieron resistir el elixir de la deuda dólar barato

La deuda en dólares emitida fuera de EE.UU. aumentó de alrededor de \$6 trillones antes que la primera ronda de Flexibilización Cuantitativa (QE) fuera introducida en noviembre 2008 a alrededor de \$9 trillones en 2014. Actualmente, el valor de las deudas denominadas en dólares pendientes en las economías emergentes es de alrededor de \$3.3 trillones, lo que equivale, por ejemplo, a más del doble del producto económico anual de España.

Pero la Reserva Federal reforzará la política monetaria pronto

A medida que la economía de EE.UU. se mejora y la Flexibilización Cuantitativa (QE) llega a su fin, el dólar se ha apreciado en alrededor de 20% ponderado en función del comercio durante los últimos 12 meses (ver Figura 4). Esto también refleja la anticipada normalización de la política monetaria (ver Figura 1) por la Reserva Federal durante los próximos años, y se espera un aumento a la tasa inicial más adelante en el año.

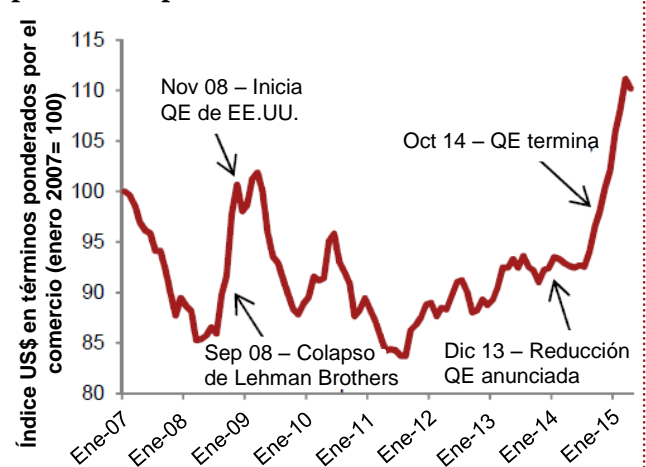
El fortalecimiento del dólar no representa un riesgo inmediato para algunas economías emergentes

La teoría económica establece que existen tres variables clave que afectan la sostenibilidad de la deuda externa: la tasa de interés real, la tasa de intercambio y el crecimiento del PIB. La recuperación de EE.UU. ha puesto en marcha cambios en la mayoría de estas variables. Con esto en mente, hemos evaluado la vulnerabilidad de 14 mercados emergentes que han emitido cantidades significativas de deuda denominada en dólares.

Los resultados de nuestro análisis fueron, en general, positivos ya que la mayoría de los países principales en nuestra muestra parecen estar bien ubicados para manejar los riesgos asociados con un dólar más fuerte. Enfocándonos en los mercados emergentes más grandes, nuestros tres principales hallazgos son que:

- **‘Los 5 frágiles’ son ahora ‘Los tiernos 2’:** De los llamados ‘Los 5 frágiles de 2013’ (Brasil, Suráfrica, Indonesia, India y Turquía), creemos que sólo Suráfrica y Turquía permanecen particularmente vulnerables (ver Tabla 1).

Fig 4: En el último año, el dólar americano se ha apreciado en alrededor del 20% en términos ponderados por el comercio.



Fuentes: Análisis PwC, Reserva Federal



Ambas economías han sufrido grandes fugas de capitales en los últimos 12 meses y continúan con altos déficits por cuentas corrientes.

Turquía es la economía más vulnerable de nuestra muestra, ya que tiene el segundo saldo más grande de deuda en divisas extranjeras al PIB y se enfrenta a la presión adicional de tener que refinanciar alrededor de un tercio del saldo de la deuda externa en moneda extranjera este año. Sin embargo, los mercados financieros en Turquía permanecen calmados; nuestra prima de riesgo país actualizada trimestralmente sólo ha aumentado en alrededor de 0,4 puntos porcentuales desde el segundo trimestre del pasado año.

- **India en mejor forma pero hay que echar un vistazo a Brasil e Indonesia:** India, una de las economías originales de 'los 5 frágiles' ha mejorado su posición durante los últimos dos años, con la adopción de una política monetaria relativamente estricta. Aunado con precios más bajos de petróleo, esto ha bajado su déficit por cuenta corriente de 4.8% del PIB en 2012 a 1.4% del PIB el año pasado. India ahora parece estar mejor ubicada para tratar con un dólar en ascenso que antes.

Mientras que Brasil e Indonesia no están incluidas entre nuestros países de alta vulnerabilidad, pensamos que vale la pena mantenerlos vigilados. Ambos tienen gran déficit por cuenta corriente, lo que indica que se están apoyando en el préstamo extranjero. También, ambas divisas se han depreciado en dobles dígitos en los últimos 12 meses. Los riesgos son un poco más exagerados en Brasil, que está luchando con los bajos precios de los productos básicos y está implementando un programa de austeridad para mejorar las finanzas públicas. Se espera que la economía brasileña se encoja en 2015, lo que podría estar asociado a restricciones en los ingresos para algunos negocios. Por lo tanto, es probable que los negocios con una gran deuda denominada en dólares deban ir con mucho cuidado para evitar quedarse sin el efectivo que podrían necesitar para enfrentar sus deudas.

Más generalmente, el hecho de que vulnerabilidades de mediano y alto nivel aún permanezcan dentro de la mayoría de los mercados emergentes que hemos visto muestra la importancia para los negocios de poner a prueba sus posiciones de préstamo actuales y proyectadas por la posibilidad de fluctuaciones en divisas y tasas de interés.

- **Gobiernos aislados del dólar en ascenso:** Nuestro análisis muestra que la mayoría de los gobiernos en nuestra muestra tienen una proporción relativamente modesta de la deuda pública con relación al PIB (ver Tabla 2). El ratio más alto es de alrededor de 16% en México. Esto sugiere que los gobiernos de los mercados emergentes han resistido mucho la tentación de tomar ventaja del crédito extranjero barato (comparado con el sector privado) y por lo tanto están menos expuestos a los efectos de un dólar fortalecido.

Tabla 1: Turquía, Perú, Colombia y Suráfrica son las economías más vulnerables frente al dólar fuerte.

Países	Vulnerabilidad	Deuda externa en moneda extranjera (% del PIB)	Movimiento de divisas de 12 meses (%)	Balace corriente actual (% del PIB)
Turquía	Alta	46%	-19.4%	-5.7%
Perú	Alta	30%	-10.3%	-4.1%
Colombia	Alta	25%	-23.2%	-5.0%
Suráfrica	Alta	19%	-12.1%	-5.4%
Malasia	Mediana	65%*	-11.0%	4.6%
Chile	Mediana	51%	-9.9%	-1.2%
Rusia	Mediana	37%*	-33.3%	3.1%
Indonesia	Mediana	33%*	-11.7%	-3.0%
Brasil	Mediana	24%*	-27.9%	-3.9%
México	Mediana	22%	-13.8%	-2.1%
Argentina	Mediana	27%	-9.6%	-0.9%
Tailandia	Mediana	27%	-0.5%	3.8%
India	Mediana	17%	-3.3%	-1.4%
Filipinas	Baja	20%	0.3%	4.4%

*Número muestra la deuda externa total como % del PIB
Fuentes: Análisis PwC, Banco Mundial, FMI y Datastream

Tabla 2: La mayoría de los gobiernos han resistido la tentación de un crédito extranjero barato.

Países	Deuda externa en moneda extranjera a corto plazo (% del total de deuda externa en moneda extranjera)	Deuda externa del gobierno general (% del PIB)	Tasa de crecimiento del PIB real anual promedio proyectada 2015-20 (%)
Turquía	31%	11%	3.7%
Perú	12%	8%	4.7%
Colombia	13%	10%	4.0%
Suráfrica	40%	15%	2.8%
Malasia	N/A	15%	5.0%
Chile	13%	2%	3.5%
Rusia	N/A	3%	0.4%
Indonesia	N/A	14%	5.5%
Brasil	N/A	3%	2.3%
México	13%	16%	3.7%
Argentina	40%	14%	1.8%
Tailandia	48%	6%	3.9%
India	24%	4%	6.4%
Filipinas	15%	11%	6.2%

Fuentes: Análisis PwC, Banco Mundial, FMI

Proyecciones: Mayo 2015

	Participación del PIB mundial		Crecimiento del PIB real				Inflación			
	PPA*	TCM*	2014f	2015f	2016f	2017-21f	2014f	2015f	2016f	2017-21f
Global (tasa de cambio del mercado)		100%	2,7	2,7	3,2	3,0	2,6	2,2	2,5	2,5
Global (tasas de PPA)	100%		3,2	3,2	3,7	3,5				
Estados Unidos	16,4%	22,4%	2,4	2,4	2,7	2,5	1,6	0,3	1,8	1,9
China	15,8%	12,7%	7,6	7,0	7,2	5,7	2,1	2,2	1,8	3,0
Japón	4,6%	6,6%	0,0	1,1	1,4	1,3	2,7	1,4	2,3	1,9
Reino Unido	2,3%	3,4%	2,8	2,3	2,3	2,3	1,5	0,2	1,7	2,0
Eurozona	12,3%	17,1%	0,9	1,3	1,6	1,8	0,5	0,1	1,4	1,4
Francia	2,5%	3,8%	0,4	0,9	1,4	1,9	0,6	0,1	1,1	1,2
Alemania	3,4%	4,9%	1,6	1,7	1,6	1,6	0,8	0,2	1,8	1,7
Grecia	0,3%	0,3%	0,7	-1,1	1,6	2,5	-1,4	-0,8	0,3	1,4
Irlanda	0,2%	0,3%	4,8	3,4	3,4	2,5	0,3	0,2	1,1	1,5
Italia	2,0%	2,8%	-0,3	0,4	1,1	1,3	0,2	-0,1	1,8	1,4
Holanda	0,8%	1,1%	0,8	1,4	1,6	1,9	1,0	1,2	1,1	1,3
Portugal	0,3%	0,3%	0,9	1,5	1,7	1,8	-0,2	0,1	0,8	1,5
España	1,5%	1,8%	1,4	2,3	2,5	2,2	-0,2	-0,8	1,0	1,2
Polonia	0,9%	0,7%	3,3	3,4	3,5	3,2	0,2	-0,1	1,7	2,5
Rusia	3,4%	2,8%	0,2	-5,0	-0,5	1,9	7,8	15,0	8,0	4,3
Turquía	1,4%	1,1%	2,9	3,5	3,8	3,7	8,9	6,9	6,5	6,2
Australia	1,0%	2,0%	2,6	2,6	3,1	2,9	2,6	2,5	2,6	2,5
India	6,6%	2,5%	5,3	7,0	6,9	6,1	4,4	4,2	5,2	6,0
Indonesia	2,3%	1,2%	1,3	5,8	5,7	5,4	6,3	6,5	6,7	5,1
Corea del Sur	1,7%	1,7%	3,4	3,5	3,7	3,5	1,3	1,6	2,2	2,9
Argentina	0,9%	0,8%	-0,2	0,3	2,3	2,1	25,0	25,0	-	-
Brasil	3,0%	3,0%	0,1	-0,4	1,5	3,1	6,3	7,5	6,0	4,8
Canadá	1,5%	2,4%	2,5	2,2	2,2	2,2	1,9	0,9	1,9	2,1
México	2,0%	1,7%	2,1	3,0	3,5	3,9	4,0	3,2	3,3	3,1
Suráfrica	0,7%	0,5%	1,5	2,0	2,1	3,2	6,1	4,6	5,6	5,3
Nigeria	1,0%	0,7%	6,2	4,0	4,5	6,0	8,1	12,0	10,0	7,3
Arabia Saudita	1,5%	1,0%	3,6	2,6	3,0	4,4	2,7	2,3	3,0	3,4

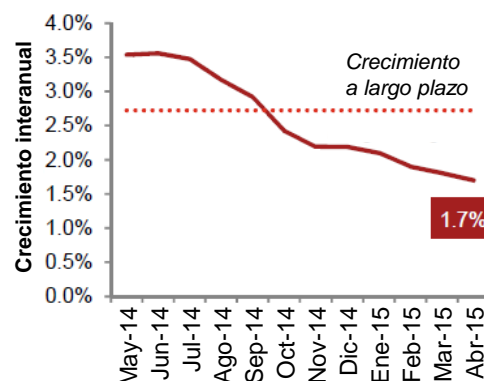
Fuentes: Análisis de PwC, Autoridades de Estadísticas Nacionales, Datastream y el FMI. Todos los indicadores de inflación se relacionan con el IPC, con la excepción del indicador Indio, que se refiere al Índice de Precios al por Mayor. Las proyecciones de inflación de Argentina utilizan el Índice IPCNu publicado por el INDEC. Proporcionaremos una proyección de inflación 2016 y 2017-2021 una vez que una serie de datos temporal más larga esté disponible. También note que las tablas mostradas forman nuestro principal escenario de proyecciones y como tal están sujetas a incertidumbres considerables. Recomendamos a nuestros clientes que consideren una gran variedad de escenarios alternos.

Perspectiva de tasa de interés de las principales economías

	Estado actual	Expectativa	Reunión
Reserva Federal	0-0,25% (diciembre 2008)	Que la tasa comience subir más tarde en 2015	16-17 de junio
Banco Central Europeo	0,05% (septiembre 2014)	Tasa en espera luego de la disminución en septiembre 2014	3 junio
Banco de Inglaterra	0,5% (marzo 2009)	La llegada de un primer aumento en la tasa a principios de 2016	11 de mayo

Índice Global del Consumidor

El IGC está en una tendencia a la baja por el 11vo mes consecutivo, indicando una caída continua en el crecimiento del gasto del consumidor. Los mercados de valores se han debilitado un poco pero los negocios y la confianza del consumidor se han recuperado ligeramente. La producción industrial también ha mejorado desde el último mes, especialmente en EE.UU. y Europa. Sin embargo, los continuos bajos precios del petróleo aún no se traducen en un aumento en el gasto del consumidor global.



El IGC provee una orientación anticipada sobre el gasto del consumidor y los prospectos de crecimiento en las 20 economías más grandes del mundo. Para mayor información, por favor visite www.pwc.co.uk/globalconsumerindex

Creando valor para nuestros clientes, nuestra gente y nuestras comunidades en un mundo cambiante.

www.pwc.com/interamericas

Le ayudamos a entender cómo los grandes cambios económicos, demográficos, sociales y ambientales afectan su organización, al establecer panoramas que identifiquen oportunidades de crecimiento y riesgos. Le ayudamos a tomar decisiones estratégicas y tácticas, operacionales, de precios y de inversión, que apoyan la creación del valor del negocio. Trabajamos junto a usted para lograr un crecimiento sostenible.

Con oficinas en 157 países y más de 195,000 personas, estamos entre las redes líderes de servicios profesionales en el mundo. Ayudamos a las organizaciones y a los individuos a crear el valor que están buscando, a través de la entrega de calidad en nuestros servicios de auditoría, impuestos y consultoría.

© 2015 PwC. Todos los derechos reservados. PwC se refiere a la red de PwC y/o una o más de sus firmas miembros, cada una de las cuales es una entidad legalmente separada. Ver www.pwc.com/structure para más detalles.

Este contenido es para propósitos de información general, y no debe ser usado como sustituto para consultas con asesores profesionales.