

## RECUADRO I.1

### RIESGOS ASOCIADOS AL CONFLICTO COMERCIAL ENTRE EE.UU. Y CHINA

Durante 2017, y los últimos meses, el resurgimiento y profundización de medidas proteccionistas a nivel global ha incrementado el riesgo de un eventual conflicto comercial entre EE.UU. y China. De escalar, el conflicto podría deteriorar tanto la recuperación global, como las condiciones financieras externas y convertirse en un riesgo para la estabilidad financiera. Este recuadro describe los desarrollos recientes relacionados a este conflicto, así como los principales ejes de confrontación, explorando cualitativamente los efectos potenciales tanto sobre el escenario externo y las condiciones financieras globales, como también sobre las principales variables financieras de Chile.

#### Antecedentes

Las tensiones comerciales recientes entre ambas economías se materializaron en acciones de índole comercial el 8 de marzo, cuando EE.UU. impuso tarifas a las importaciones de acero y aluminio (25 y 10%, respectivamente) provenientes de varios países, entre ellos China (tabla I.3). A días de este anuncio, una serie de socios comerciales fueron excluidos temporalmente de esta medida, los cuales representan cerca del 50% del acero importado por la economía norteamericana.

**TABLA I.3**  
Hitos del conflicto comercial entre EE.UU. y China

Fecha	Anuncio
08-mar-18	EE.UU. impone tarifas a las importaciones de acero y aluminio de varios países.
22-mar-18	EE.UU. propone la imposición de tarifas a una serie de productos de China en respuesta a "prácticas comerciales injustas".
23-mar-18	China anuncia represalias.
02-abr-18	China comienza a aplicar las primeras represalias a importaciones de EE.UU.
04-abr-18	China anuncia un nuevo listado de productos a gravar con 25% adicional en tarifas.
05-abr-18	EE.UU. anuncia la evaluación de nuevas imposiciones a China en productos específicos por US\$100 miles de millones.

Fuente: Bloomberg.

Más tarde, el 22 de marzo, EE.UU. anunció una nueva imposición de tarifas por 25% a una serie de otros productos que representarían unos 50 mil millones de dólares de importaciones anuales desde China. Además, la economía norteamericana anunció la evaluación de nuevas restricciones a las inversiones chinas y amenazó con denunciar al mismo país ante la Organización Mundial de Comercio por malas prácticas en el

uso de propiedad intelectual. El 2 de abril, China respondió con represalias sobre una variedad de productos norteamericanos, incluyendo tarifas de 25% sobre la carne de cerdo y del orden de 15% sobre otros 120 productos (incluyendo, entre otros, frutas).

Finalmente, el 5 de abril, el gobierno de EE.UU. solicitó evaluar medidas adicionales al Representante de Comercio de Estados Unidos para la imposición de tarifas a China por otros 100 mil millones de dólares en importaciones, lo que sumado al anuncio inicial de 50 mil millones, dificultaría que la economía asiática implemente una represalia comercial de similar magnitud<sup>1/</sup>. Hacia adelante, esto podría motivar otras medidas que abarquen ámbitos más allá de lo comercial, en particular la liquidación de tenencia de bonos del tesoro de EE.UU. en las reservas internacionales chinas y/o un cambio en las condiciones bajo las cuales empresas norteamericanas invierten en dicho país<sup>2/</sup>.

Durante este proceso, los mercados financieros reaccionaron de forma mixta a los diversos anuncios. Sin embargo, en torno a los comunicados del 22 de marzo y la posterior represalia de China, se registró una caída en el valor del índice S&P 500 y en el de diversas economías hasta niveles similares a los observados en febrero.

#### Literatura reciente relacionada al proteccionismo

Diversos estudios han tratado de cuantificar los efectos de un aumento en el proteccionismo a nivel mundial. En general los resultados dependen, entre otros factores, de la extensión del conflicto comercial y de la sensibilidad de los mercados considerados. Un estudio de la OECD (2010) muestra que por cada dólar adicional de protección en tarifas de un grupo de economías (Zona Euro, Estados Unidos, Japón y China), en promedio las exportaciones y el ingreso mundial caerían en 2,16 y 0,73 dólares, respectivamente. Otro documento del Peterson Institute for International Economics (Hurfbauer et al., 2016) analiza el impacto que tendrían las medidas anunciadas en la campaña presidencial de EE.UU., evaluando un escenario de

<sup>1/</sup> Según el Bureau of Economic Analysis, agencia del departamento de comercio de EE.UU., las exportaciones de bienes desde EE.UU. hacia China al cierre de 2017 representan cerca de 130 mil millones de dólares.

<sup>2/</sup> Las noticias en esta última materia han sido, sin embargo, más bien positivas ya que las autoridades chinas han anunciado un cronograma para flexibilizar los límites de propiedad de no-residentes, tanto en empresas del sistema financiero como en el sector automotriz. Estas son dos industrias donde EE.UU. tiene intereses, con lo cual las tensiones han ido disminuyendo desde entonces.

aumento de tarifas a las importaciones provenientes de México a 35% y hasta 45% para las de China. Según este estudio, EE.UU. entraría en recesión después de tres años bajo un escenario eventual de represalias simétricas, por las pérdidas de eficiencia asociadas a las restricciones al comercio, la mayor inflación y los aumentos en la tasa de interés de la Fed. En tanto, el World Economic Outlook del FMI de octubre de 2016 estima los efectos que tendría un aumento gradual hasta 10% de las tarifas a nivel global. Según sus estimaciones, este escenario llevaría a una caída de 2% del PIB mundial en el largo plazo respecto del escenario base. Finalmente, Kutlina y Lakatos (2017) estiman que un retiro coordinado de los acuerdos de libre comercio a nivel global generaría una pérdida de ingreso mundial de 0,3% respecto del escenario base en tres años; éstas se concentrarían en un 75% en regiones como Asia emergente y Latinoamérica.

### Eventuales riesgos a la estabilidad financiera

China tenía cerca de 1,2 billones de dólares en bonos del tesoro de EE.UU. a febrero de 2018, lo que representaba cerca de 20% del total de bonos en manos de extranjeros y un 8% de la deuda pública de EE.UU. (gráfico I.14). Esta situación podría significar un riesgo global ante una eventual liquidación de activos —dentro de las posibles represalias en la guerra comercial— con el consecuente impacto en las tasas de interés soberanas de largo plazo de EE.UU.

#### GRÁFICO I.14

Stock de bonos del Tesoro de EE.UU. en manos de extranjeros  
(miles de millones de dólares)



Fuente: Departamento del Tesoro de EE.UU.

Una cuantificación de dichos efectos se encuentra en Warnock y Warnock (2009) e IMF (2011). El primer artículo estima que ventas (compras) de *Treasuries* equivalentes a 1 punto porcentual del PIB de EE.UU. por parte de extranjeros, estarían asociadas a un aumento (disminución) de 19pb en la tasa del

bono del tesoro a 10 años<sup>3/</sup>. En tanto, el segundo artículo estima que al reasignar US\$100 mil millones de las reservas chinas (8,4% del total) desde el bono del tesoro americano a papeles soberanos de economías emergentes, la misma tasa subiría 12pb<sup>4/</sup>. Cabe señalar que una reducción en tenencia de bonos más pronunciada podría tener efectos de mayor magnitud, debido a las diversas fuentes de no-linealidad involucradas. En particular, el tamaño de la operación y la velocidad con que ella se implemente, la forma en que se comunique la estrategia de liquidación de activos, y las condiciones actuales tanto de la oferta como de la demanda en el mercado de renta fija en EE.UU.; esto último afectado por las acciones del Tesoro y la Fed.

Los efectos reales sobre la economía chilena, de una eventual guerra comercial entre EE.UU. y China, podrían ser relevantes. Por cuanto se trata de una economía pequeña y abierta, con un elevado porcentaje de exportaciones sobre PIB (cercano al 25% nominal), el cual además se dirige principalmente a las economías afectadas (en torno a 27% a China y 13% a EE.UU.), totalizando cerca de un 40% del total de exportaciones nominales. Este efecto se amplificaría o amortiguaría en función del tipo de exportaciones que se realicen hacia las regiones afectadas. La industria chilena del cobre podría verse afectada negativamente en la medida en que éste insumo sea empleado para producir bienes que son exportados desde China a EE.UU. Por el contrario, otras industrias (por ejemplo, agrícola o vitivinícola) podrían verse beneficiadas por las trabas impuestas a sus competidores en EE.UU.

En tanto, los efectos vía el canal financiero se percibirían mayormente a través de aumentos del componente de premio por plazo de la tasa externa. Estimaciones internas indican que una descompresión del premio por plazo de 100pb en 12 meses —que podría estar originada por una mayor incertidumbre de los agentes y/o por la venta de bonos del tesoro por parte de China— sumada a una caída permanente de 0,2% en el PIB mundial, implicaría un aumento de la tasa de largo plazo doméstica en torno a 50pb al tercer año.

En resumen, los efectos de un conflicto comercial entre China y EE.UU. no son inocuos para Chile. Dependiendo de la intensidad de las represalias, las estimaciones disponibles para un escenario de riesgo sugieren efectos en el crecimiento global, siendo los países emergentes, y latinoamericanos en particular, los principales afectados. En el caso de Chile, los principales efectos se traducirían en aumento del costo de financiamiento.

<sup>3/</sup> Este resultado podría estimar indirectamente el efecto de una liquidación de bonos por parte de China, considerando que las tenencias de dicho país equivalen a aproximadamente a un 7% del PIB de EE.UU. en lo más reciente.

<sup>4/</sup> A modo de referencia, Bonis et al. (2017), estiman que por cada US\$100 mil millones de reducción en las tenencias de bonos en el balance de la Fed (bonos del tesoro y *mortgage backed securities*), la tasa del tesoro a 10 años disminuiría aproximadamente en 4pb, a través de su componente de premio por plazo.