



RECUADRO I.1

IMPACTO DE LA GUERRA COMERCIAL EN EL IMPULSO EXTERNO DEL ESCENARIO BASE

Durante el último año, se ha producido un marcado deterioro global en el clima de negocios producto de la guerra comercial entre EE.UU. y China. El Recuadro I.1 del IPoM de septiembre del 2018 abordó los efectos que estos desarrollos podrían tener sobre la actividad y las condiciones financieras a nivel global. En el Recuadro I.1 del IPoM de marzo del 2019 se aportaron antecedentes adicionales respecto de las respuestas de política que se orquestaron para contener estos efectos. Allí se analizó su impacto a corto plazo y los riesgos que suponían en horizontes más amplios, concluyendo que dichos estímulos permitirían una convergencia suave del ciclo global al crecimiento potencial.

El reciente recrudecimiento del conflicto motiva el presente Recuadro, que reevalúa los posibles impactos de la guerra comercial en la economía mundial a través de diversos canales, incluyendo su efecto en los mercados financieros, la incertidumbre, las decisiones de inversión corporativa y el crecimiento mundial. Esta visión es importante para informar la calibración del impulso externo que recibirá la economía chilena en el horizonte de proyección, y es complementado por el Recuadro III.1, que traza las posibles consecuencias de estos desarrollos para la economía nacional a través de diferentes canales de transmisión.

El recrudecimiento del conflicto comercial y su impacto en los mercados financieros

En los últimos meses, diversos anuncios en el marco del conflicto comercial han golpeado a los mercados financieros. Concretamente, el domingo 5 de mayo de 2019, el Presidente de EE.UU. comunicó que las tarifas de 10%, impuestas a un grupo de productos chinos en septiembre del 2018 subirían a 25%. Esto marcó un giro respecto de los aparentes avances en las negociaciones que se habían alcanzado tras la tregua que se dio en diciembre del 2018, durante las reuniones del G20 en Buenos Aires. El 1 de agosto, y luego de otra fallida ronda de negociaciones, el Presidente de EE.UU. anunció además la imposición de un arancel de 10% a la totalidad de las importaciones de China que aún no habían sido gravadas. Con posterioridad, el banco central de China permitió una depreciación excepcional del renminbi, lo que condujo a una

designación formal por parte de EE.UU. de “manipulador de moneda”. Más recientemente, China anunció aumentos de aranceles sobre importaciones de EE.UU. por 75 mil millones de dólares. Estas últimas acciones del gigante asiático suponen aumentar entre 5 y 10% tarifas ya vigentes, así como reimponer el arancel de 25% al sector automotriz y gravar las importaciones de petróleo con uno de 5%. Tras estos anuncios, el gobierno de EE.UU. elevó los aranceles sobre aquellas categorías ya gravadas. Estas medidas, junto con elevar la incertidumbre, llevarían el arancel promedio en EE.UU. de 1,5% a más de 5%, lo cual implica una reversión significativa en el nivel de apertura de la mayor economía global.

Una primera aproximación metodológica para cuantificar el efecto causal de la guerra comercial en los mercados financieros se basa en un estudio de eventos —el análisis de movimientos de mercado durante los días marcados por anuncios. Para esto, se identifican los 20 principales anuncios (*tweets* y comunicados de agencias gubernamentales de EE.UU. y China) relacionados con la guerra comercial^{1/}. Concretamente, durante los días en los que se realizaron anuncios de carácter negativo, se aprecian caídas significativas en las tasas y en los retornos de los activos riesgosos, y un aumento en la volatilidad. Por ejemplo, en el caso de las tasas de los bonos a dos años de EE.UU., la caída acumulada en los 18 episodios negativos revisados fue de aproximadamente 48 puntos base (pb), lo cual representa más de la mitad del ajuste acumulado desde principios del 2018^{2/}. Para el caso de la bolsa estadounidense, la caída acumulada del índice S&P500 es de 14% (gráfico I.13)^{3/}.

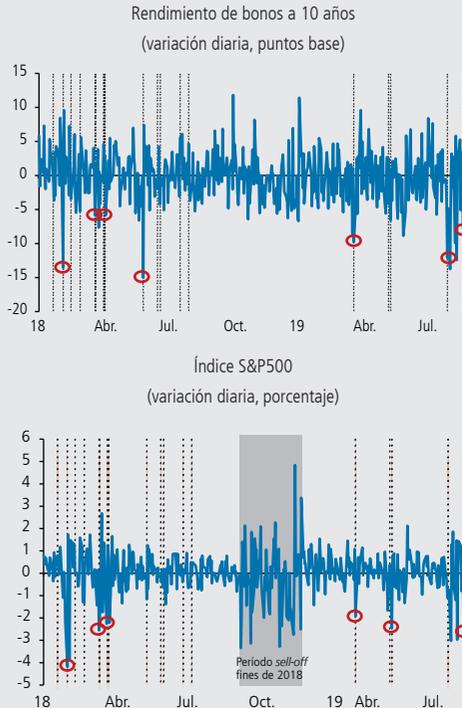
^{1/} Para una descripción detallada de los anuncios identificados, ver Albagli, Carlomagno y Chernin (2019) y PIE.

^{2/} Se obtienen estimaciones similares aplicando la metodología de Rigobon y Sack (2005), que controla por la magnitud del efecto de las noticias.

^{3/} No se registran efectos estadísticamente significativos en ninguno de los tres días posteriores a los eventos considerados.

Estos efectos se han observado también en otras economías (gráfico I.14). El impacto acumulado —asociado a anuncios relacionados a la guerra comercial— en los bonos de China a 10 años es de -29pb, y en la bolsa es de -23%. El efecto para Alemania es de -18pb sobre los bonos, y -22,5% sobre la bolsa. Para los anuncios positivos se encuentran efectos significativos y con el signo esperado para las bolsas de China, Alemania y Colombia⁴. Esta evidencia es coherente con la de otros estudios. Por ejemplo, considerando un conjunto amplio de indicadores financieros, un reciente informe de Goldman Sachs también concluye que la tensión comercial ha deteriorado significativamente el nivel de las condiciones financieras en EE.UU. (Goldman Sachs, 2019). En definitiva, distintas metodologías apuntan a que el recrudecimiento del conflicto comercial es uno de los principales candidatos a explicar el peor desempeño de los activos riesgosos y la relevante corrección en el mercado de renta fija, reflejando la menor disposición a la toma de riesgos por parte de los inversionistas.

GRÁFICO I.13
Efecto de la guerra comercial sobre activos financieros de EE.UU. (*)
(noticias más relevantes para cada activo en rojo)

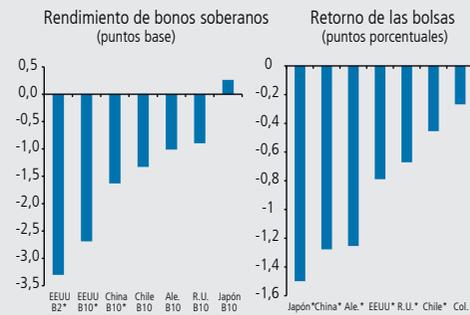


(*) Considera cifras hasta el 23 de agosto del 2019. Líneas punteadas verticales indican días de anuncios negativos relacionados con la guerra comercial. Círculos rojos muestran las caídas más relevantes coincidentes con anuncios sobre la guerra comercial.

Fuente: Albagli, Carlomagno y Chernin (2019).

⁴Para el resto de los casos, los efectos son con el signo esperado pero no estadísticamente significativos.

GRÁFICO I.14
Efecto de la guerra comercial sobre rendimientos de activos financieros (1) (2)
(efecto promedio por anuncio)



(1) El efecto promedio por noticias negativas asociadas a la guerra comercial sobre el rendimiento de bonos soberanos a 2 años (B2) y 10 años (B10). (2) Asteriscos indican significancia estadística al menos a 10%.

Fuente: Albagli, Carlomagno y Chernin (2019).

El impacto del conflicto comercial en la economía real

El recrudecimiento del conflicto ha coincidido con el continuo deterioro de diversos indicadores de expectativas y actividad, incluyendo la desaceleración en las perspectivas industriales, la inversión y las cifras de comercio internacional (gráfico I.15). De hecho, el comercio global está creciendo a su menor ritmo desde la crisis financiera global del 2009, y la distribución geográfica del ajuste es sugerente respecto de la relevancia que el conflicto comercial estaría teniendo sobre la economía real. Por ejemplo, la publicación británica *The Economist* comparó el comportamiento de 2.400 empresas listadas en EE.UU., encontrando que aquellas más expuestas en su relación comercial con China habrían recortado más sus inversiones (*The Economist*, 2019).

El principal mecanismo que explicaría el comportamiento reciente de estas variables tiene relación con las complejidades inherentes en las relaciones comerciales actuales. Durante décadas, la cooperación internacional y el proceso continuo de rebajas arancelarias al comercio han impulsado una creciente integración a cadenas de valor global (CVG), donde los bienes exportados por un país utilizan insumos producidos en varias etapas intermedias por un amplio número de economías, aprovechando ventajas comparativas. Según datos de la Conferencia sobre el Comercio y de Desarrollo de las Naciones Unidas (UNCTAD), el comercio asociado a las cadenas de valor global representa 56% del total del comercio. Un informe del FMI, sugiere que estas interrelaciones llevan a que la relevancia de EE.UU. y, sobre todo, China en el comercio global sea

considerablemente mayor a lo que sugieren sus cifras brutas (FMI, 2019). Si bien en el mediano y largo plazo estas cadenas productivas pueden redefinirse mediante la incorporación de nuevos proveedores o reubicando la producción a otros países, es de esperar que una ruptura abrupta de las mismas tenga efectos negativos significativos en el corto plazo. En un estudio reciente, Bayoumi *et al.* (2019), documentan un alto grado de rigidez de las estructuras productivas que conforman las CVG, lo cual implica grandes efectos disruptivos como consecuencia de la imposición de barreras al comercio, así como altos costos de recrearlas (o redireccionarlas), una vez que dichas cadenas se rompen. La intensificación del conflicto comercial y las nuevas aristas que ha tomado en meses recientes estaría produciendo un ambiente de desconfianza ante la imposibilidad de predecir el nuevo mapa de tarifas y comercio mundial que se impondrá de forma más definitiva. Ante este clima de incertidumbre, es esperable que las decisiones de inversión corporativa que implican irreversibilidades parciales se vean particularmente afectadas^{5/}. Un artículo reciente de *The Wall Street Journal* entrega valiosos ejemplos que documentan cómo esto último estaría operando en lo más reciente (WSJ, 2019).

GRÁFICO 1.15

Producción industrial y exportaciones globales (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) Promedio móvil de tres meses.

Fuente: Boomborg.

Estimaciones propias, realizadas con datos de panel para un conjunto de 28 economías, confirman que, desde el inicio de las confrontaciones, aquellas más expuestas a las CVG habrían tenido una desaceleración adicional en sus exportaciones, lo mismo que perspectivas manufactureras (PMI) más débiles. Este ejercicio entrega resultados en la misma dirección para el crecimiento de la inversión y del PIB, aunque no resultan estadísticamente significativos (tabla 1.2). Esta evidencia es coherente con los canales de transmisión tradicionales que operan respecto a un *shock* de esta naturaleza, donde la mayor incertidumbre afecta en primera instancia las expectativas, frenando luego el comercio y la inversión, y finalmente transmitiéndose a otros indicadores más amplios de actividad.

TABLA 1.2

El impacto de la guerra comercial a través de las cadenas de valor global (1) (2)

	PMI manufacturero	Exportaciones (var. t/t, %)	Inversión (var. t/t, %)	PIB (var. t/t, %)
(a) Variación adicional desde comienzo de guerra comercial: 2T2018-2T2019	-2,02** (0,88)	-1,44 (0,99)	-2,86** (1,14)	-0,45*** (0,16)
(b) Efecto adicional a países con alta exposición a CVG	0,18 (0,28)	-1,98*** (0,25)	-41,5*** (0,66)	-8,83*** (0,13)
(a)x(b) Efecto adicional a países con alta exposición a CGV durante la guerra comercial	-2,15** (1,02)	-1,78** (0,92)	-1,94 (3,29)	-0,17 (0,43)

(1) Errores estándar robustos entre paréntesis. Asteriscos (*, **, y ***) indican significancia estadística al 10, 5 y 1%, respectivamente. (2) Regresiones de panel con efectos fijos por país para el período 3T2016-2T2019. Incluye 28 países con PMI disponibles. Todas las regresiones incluyen 318 observaciones y controlan por log del PIB a PPP per cápita inicial. La fila (a) captura la diferencia promedio en la variable dependiente (PMI, crecimiento de exportaciones nominales en US\$, inversión real o PIB real) desde comienzos de la guerra comercial. La fila (b) captura la diferencia promedio en la variable dependiente para la mitad de países con mayor exposición a las CVG. La fila (a)x(b) muestra el efecto adicional de los países más expuestos a las CVG desde el comienzo de la guerra comercial.

Fuente: Banco Central de Chile.

^{5/} Ver, por ejemplo, Bernanke (1983) y Dixit A., Dixit R. y Pindyck (1994).

De este modo, no puede descartarse un impacto adicional sobre el crecimiento de los principales socios comerciales de Chile asociado a las medidas ya adoptadas^{6/}.

El panorama de deterioro de las expectativas empresariales y la desaceleración reciente de la inversión contrasta con la relativa fortaleza que exhibe el mercado laboral y las actividades de servicios en distintos países. Un juicio clave para calibrar el impacto de estos desarrollos en el crecimiento mundial de los próximos años, por lo tanto, es si acaso la robustez del mercado laboral será suficiente para sostener el crecimiento, o si las expectativas de consumidores y sus decisiones de gasto eventualmente se acoplarán a las tendencias mencionadas de la inversión. Un elemento determinante para informar este juicio tiene relación con el alcance y duración del conflicto comercial, en particular, la persistencia en la incertidumbre y perspectivas.

Hasta el IPoM de junio, el escenario base suponía que no habría un escalamiento adicional del conflicto, y que en el transcurso del 2019 se alcanzaría algún tipo de acuerdo. En el escenario base de este IPoM, se ajusta este supuesto, reconociendo que la resolución podría retrasarse hasta fines del 2020 y que su reversión sería más gradual. Esto se traduce en un mayor nivel de incertidumbre, que reduce el crecimiento mundial del próximo bienio, en parte porque la mayor volatilidad en los mercados financieros diluye el efecto compensatorio del

mayor impulso monetario. En este escenario, el consumo se sumará a la debilidad de la inversión, reduciendo el soporte para la actividad. En este contexto, el crecimiento de los socios comerciales chilenos se reduce en 0,3 puntos porcentuales (pp) para el 2020 y 2021, una corrección significativa respecto de revisiones previas de las proyecciones. Destaca en este resultado que China crecerá 5,5% en el 2020, cifra por debajo de lo que estima el consenso de mercado. Coherente con la relevancia de las CVG, Asia emergente sufre una corrección relevante del crecimiento proyectado para el 2020, casi 1pp menos. Las economías desarrolladas tienen una corrección menor de su crecimiento, en particular EE.UU.

Así, el escenario base contempla una reducción importante del crecimiento mundial, pero no una desaceleración brusca o una recesión en alguna economía de relevancia. De todos modos, también podrían ocurrir eventos de carácter más extremo como una recesión global, con efectos significativos para las economías emergentes, incluido Chile. Por cierto, acciones más decididas en términos de política monetaria en aquellos países donde aún queda espacio, y en particular, de política fiscal, tenderían a reducir la probabilidad de dicho escenario. También es posible que una reorganización más pronta de las CVG podría contribuir a un mejor desempeño de la inversión global, como ya está ocurriendo con el traslado de aparatos productivos a algunos países. Asimismo, la redistribución de los flujos de comercio, dado los conflictos vigentes, abre espacio para nuevos acuerdos e intercambios en esta materia, que ayuden a compensar el deterioro del sector externo observado y sus efectos.

^{6/} Es importante destacar que, si bien el efecto agregado de episodios de guerras comerciales bilaterales suele ser negativo producto de la pérdida de eficiencia a nivel global, ello no elimina la posibilidad que algunos países resulten beneficiados, como consecuencia, por ejemplo, del re-direccionamiento de la demanda hacia terceros países.