

## RECUADRO III.1

### IMPACTO DEL CONFLICTO COMERCIAL EN LA ECONOMÍA CHILENA

En el escenario base de este IPoM, el impulso externo que recibirá la economía chilena se reduce de manera importante respecto de lo previsto en junio. En los últimos trimestres se ha observado una desaceleración en varias economías desarrolladas y emergentes, una caída del comercio y las exportaciones globales y un aumento de la incertidumbre. Como se discute en el Recuadro I.1, la intensificación del conflicto comercial surge como uno de los principales candidatos a explicar la dinámica reciente de estas variables. En efecto, resalta el debilitamiento que muestra Asia emergente y Europa (en especial Alemania), que dada su alta participación en las cadenas de valor global (CVG) se han visto fuertemente afectada por el menor desempeño de China y el conflicto comercial.

Este Recuadro da cuenta de los efectos que la guerra comercial podría tener en la economía local, a través de distintos mecanismos de transmisión. Respecto del canal directo del comercio internacional, se concluye que las caídas anuales de las exportaciones chilenas han sido hasta el momento acotadas y heterogéneas entre sus productos, pero que el efecto negativo podría intensificarse hacia 2020-21 en la medida que se den los menores ritmos de crecimiento de nuestros socios comerciales. Más notoria ha sido la transmisión a las condiciones financieras locales, donde se encuentra evidencia de efectos significativos del conflicto comercial en la bolsa y el tipo de cambio. Finalmente, se presenta evidencia respecto a la transmisión vía expectativas, la que muestra efectos significativos del deterioro de variables externas en los indicadores de confianza de empresas y consumidores locales, y a través de estos, en las decisiones de inversión y consumo. El escenario base ya contempla un menor dinamismo en la demanda interna producto de estos efectos, parcialmente compensada por la importante reducción en tasas de interés, en línea con una política monetaria más expansiva y la influencia de los movimientos internacionales en tasas de mayor plazo. Sin embargo, no pueden descartarse eventos donde sus efectos sean más importantes, por ejemplo, en la medida que el deterioro del escenario internacional se profundice.

#### Canal de comercio

Si bien Chile no se encuentra directamente involucrado en la guerra comercial, la economía local podría verse afectada en la medida que participe en las CVG de los países afectados. Un estudio de la OCDE (2015) estima que, en el 2011, la participación de exportaciones chilenas en las CVG ascendía a 32%, un número elevado cuando se le comparaba con el resto de América Latina. De hecho, en ese año, la participación chilena era la más elevada, seguida de Colombia con casi 30% y Brasil con algo menos de 25%. No obstante, según el mismo estudio, es destacable que casi dos tercios (63%) de la participación se explicaba por las exportaciones mineras. En segundo lugar de relevancia se ubicaban los sectores de servicios (22%), mientras que el resto de las actividades, incluidas la industria, tenían participaciones significativamente menores. Un factor adicional a explorar es si la economía produce bienes complementarios o sustitutos de los bienes que están siendo gravados en la guerra comercial. Los primeros se verían negativamente afectados, mientras los segundos podrían verse beneficiados, reemplazando producción de otras economías. Finalmente, se encuentra el efecto de un menor valor de nuestras exportaciones producto de la caída en el precio de materias primas, en especial del precio del cobre<sup>1/</sup>.

¿Cómo se han reflejado estos factores en la evolución de las exportaciones chilenas? El volumen de las exportaciones de bienes muestra caídas anuales de -2,5 y -4,4% en el primer y segundo trimestre del 2019, respectivamente (6,1% en el 2018). El principal retroceso se observa en las exportaciones mineras. Aunque estos envíos tienen relevancia en las CVG, lo sucedido en el primer semestre del año responde más bien a factores de oferta. En particular, es coherente con el pobre desempeño de la actividad minera, que cayó -2,0% anual en el primer semestre, afectada por un invierno altiplánico que abarcó una zona geográfica mayor que la habitual y se prolongó por más tiempo; obras de mantenimiento y una huelga en Codelco; y problemas en uno de los puertos a través de los que se exporta hierro. Esto refleja una tendencia más general, donde la variable de ajuste a las fluctuaciones de demanda por cobre tiende a ser el precio del

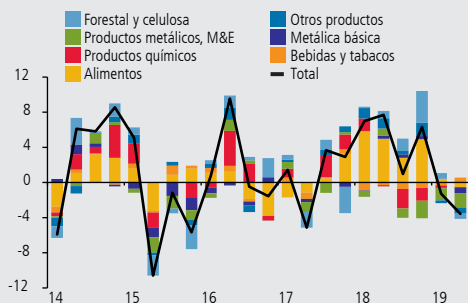
<sup>1/</sup> Dada la naturaleza deficitaria del mercado de cobre, una menor demanda del metal se ajusta principalmente a través de precio más que por cantidad.

metal, no así los envíos. En todo caso, en la medida que el precio del metal se ubique en niveles bajos por más tiempo, esto podría afectar la elasticidad de largo plazo, al incidir en las decisiones de los proyectos de inversión minera.

Las exportaciones industriales también han mostrado un descenso de sus volúmenes (gráfico III.12). En este caso se combinan varios elementos. Por un lado, sectores como el salmonero —en torno a 15% del valor de las exportaciones industriales— se encuentran en niveles de producción históricamente elevados, lo que lleva a que sus tasas de variación anual sean acotadas, o incluso negativas, pese a que la evaluación del desempeño sectorial es positivo. En el lado opuesto, los productos que muestran el mayor deterioro son los ligados a la industria metalmeccánica y metal básica. En este caso el menor desempeño es por asuntos internos de América Latina, su principal mercado de destino, que afectaron de forma relevante a estos envíos (gráfico III.13). El retraso de recuperación en estas economías, retardaría la recuperación de dichas exportaciones. En cuanto a las exportaciones hacia los mercados directamente ligados al conflicto —China y EE.UU.— se aprecian efectos acotados y heterogéneos. Por ejemplo, las exportaciones de la industria de celulosa y forestal han sido afectadas por una menor demanda china y productores con altos niveles de inventarios. Por otro lado, las exportaciones de vino a China se estarían viendo favorecidas por los aranceles al vino estadounidense.

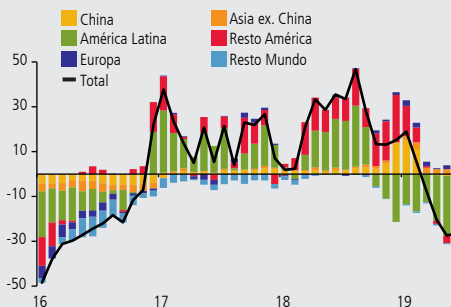
Si bien hasta el momento no hay evidencia que el conflicto comercial haya impactado de forma directa vía el canal comercial, sí se espera que hacia adelante esto derive en menores exportaciones dado el menor crecimiento esperado de los socios comerciales.

**GRÁFICO III.12**  
Volumen de las exportaciones industriales  
(variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

**GRÁFICO III.13**  
Crecimiento anual de las exportaciones industriales metálica básica por destino  
(incidencias, puntos porcentuales)



Fuente: Banco Central de Chile.

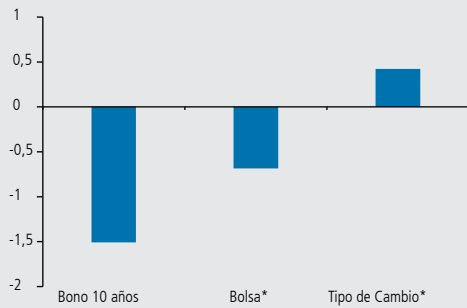
### Canal financiero, expectativas y demanda interna

Los efectos sobre los mercados financieros pueden transformarse en un mecanismo de transmisión relevante para las economías que no están directamente involucradas en el conflicto. Como ya se ha observado, la incertidumbre asociada a la guerra comercial ha reducido el apetito por riesgo, dando paso a una depreciación de las monedas, una caída de las bolsas, de los precios de las materias primas y de las tasas de interés de largo plazo. También es esperable que se observen salidas de capitales, las que, hasta ahora, se han producido solo en algunas economías, en particular las consideradas más vulnerables.

Una aproximación del efecto de la guerra comercial en los precios de activos locales puede obtenerse con la metodología de estudio de eventos detallada en el Recuadro I.1, estimando el efecto promedio asociado a los principales anuncios (*tweets*) que han caracterizado el desarrollo de este conflicto (gráfico III.14). Para la bolsa local, se estima que los *tweets* negativos (intensificación del conflicto) hacen disminuir el IPSA entre 0,5-0,7% (no significativo para *tweets* positivos), mientras que para el tipo de cambio, los *tweets* negativos implican una depreciación de cerca de 0,4%<sup>2/</sup>. En general, las caídas en la bolsa y la depreciación de las monedas están asociadas con un menor nivel de inversión local, particularmente en el componente de maquinaria y equipo (gráfico III.9). Si bien el ejercicio no muestra un efecto estadísticamente significativo en tasas largas locales, cabe destacar que éstas se han reducido de manera importante durante al año —algunas alcanzando mínimos históricos—, lo que podría proveer algún grado de soporte a la inversión. En el escenario base, estos efectos ya se encuentran incorporados en la menor proyección de inversión, concentrada en el componente transable.

<sup>2/</sup> Para las tasas nominales de largo plazo, los *tweets* negativos reducen los rendimientos en 1,5 puntos base, pero su efecto no es significativo. Ver Albagli, Carlomagno y Chernin (2019).

**GRÁFICO III.14**  
Efectos promedio de la guerra comercial sobre activos financieros chilenos (1) (2)  
(puntos base, porcentaje)



(1) En el caso de los bonos a 10 años se consideran puntos base, mientras para la bolsa y el tipo de cambio es el porcentaje

(2) Los asteriscos indican significancia estadística al 5%.

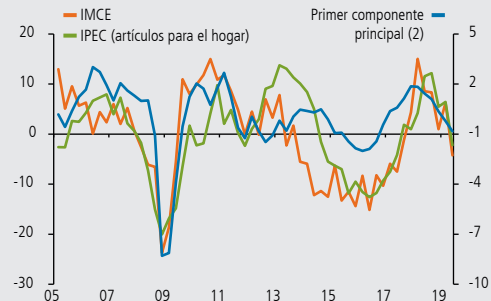
Fuente: Albagli, Carlomagno y Chernin (2019).

Más allá de sus efectos directos en mercados financieros, otro canal de transmisión relevante es el efecto que un deterioro de la actividad y perspectivas externas pueda tener en las expectativas de empresas y hogares en Chile, y a través de éstas, en la demanda interna. A lo largo del año, la inversión prevista para el 2019 se ha ido corrigiendo a la baja con especial énfasis en el componente de maquinaria y equipos. Sectorialmente, ha sido la minería el sector que aporta el mayor impulso al crecimiento de la formación bruta de capital fijo. Sin duda que una caída del precio del cobre más profunda y/o prolongada podría provocar efectos en el desarrollo de los proyectos previstos, pero la información disponible hasta el momento sugiere que este riesgo permanece acotado. De hecho, distintos catastros y el desempeño más dinámico de ciertas líneas de servicios empresariales apuntan a que la inversión en minería ha sido más dinámica que lo anticipado.

Más preocupante podría ser el panorama de la inversión no minera y el consumo. En efecto, durante el primer semestre del año, se observó un deterioro relevante en las expectativas empresariales medidas por el IMCE. Por otro lado, las expectativas de los consumidores —IPEC— también han tenido un descenso aún más marcado en los últimos meses, situándose en niveles claramente pesimistas. Si bien existe una fuerte asociación entre la evolución de un conjunto de indicadores de actividad externa y perspectivas locales (grafico III.15) no es inmediato asociar dicho retroceso a variables externas, ya que estas también podrían asociarse a múltiples desarrollos de la economía local.

Para aislar el efecto de las variables externas en los indicadores de expectativas locales y en la demanda interna, se utiliza un ejercicio econométrico con vectores autoregresivos (SVAR; ver Albagli y Luttini (2015)). En este ejercicio, el ciclo mundial es identificado como el primer componente principal de las variables externas relacionadas con actividad (CP1): precio cobre, precio petróleo, PMI Global, EEUU, China, Europa y Brasil; y con el primer componente principal de variables externas relacionadas con variables financieras y de riesgo (CP2): VXO, SP500, EMBI Global, Latam, Asia, Europa. Para estudiar el efecto en los componentes de la demanda interna, además de las variables externas descritas, el SVAR incluye variables macro domésticas<sup>3/</sup>, e indicadores de confianza (IMCE o IPEC, dependiendo si la variable a explicar es la inversión o el consumo).

**GRÁFICO III.15**  
Expectativas empresariales y variables externas (1)  
(desviación con respecto al promedio histórico)



(1) Se consideran las series originales del IMCE e IPEC. El IMCE solo considera los sectores de industria y comercio, y las preguntas relativas a la situación futura de la empresa en los próximos 3 y 6 meses.

(2) Primer componente principal de: PMI Global, EE.UU., China, Europa, Brasil, Precio del Cobre, Precio del Petróleo.

Fuentes: Icare/Universidad Adolfo Ibañez y Bloomberg.

Los resultados de la estimación muestran que un deterioro de las variables externas, medidas a través del CP1, provoca un efecto negativo inmediato y persistente en las expectativas, y un efecto más rezagado pero persistente en los componentes de la demanda interna (consumo e inversión; gráfico III.16). En el ejercicio cuantitativo además resalta que los efectos tienden a ser mayores y más persistentes vía expectativas empresariales e inversión, que a través de las perspectivas y decisiones de gasto de los consumidores. Si bien es difícil asignar de manera más precisa qué fracción del deterioro de los distintos indicadores de expectativas se asocian a eventos específicos en la actual coyuntura, este ejercicio sugiere que el deterioro del escenario

<sup>3/</sup> Brecha producto e inversión total/consumo privado. Se incluye la inversión minera australiana para controlar por shocks al ciclo minero.

externo probablemente explica en mayor medida el retroceso de la confianza empresarial que la de consumidores, dado que es el que exhibe una respuesta mayor a los cambios en las variables de actividad externas.

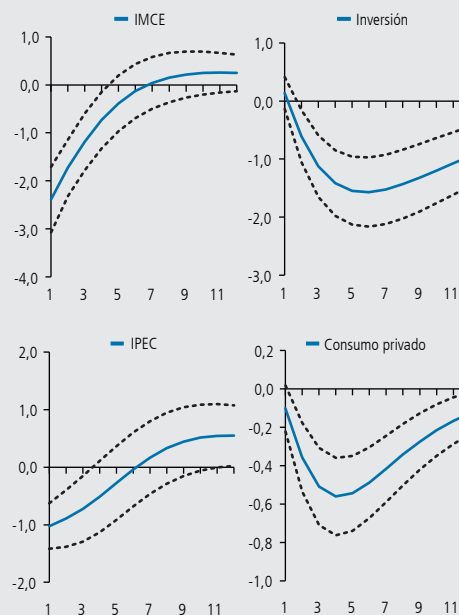
### Conclusiones

La guerra comercial se ha convertido en un factor relevante en la evolución del escenario económico mundial. Consistente con ello, el escenario base de este IPoM contempla una corrección a la baja relevante en el impulso externo que recibirá la economía chilena en los próximos dos años. Los mecanismos de transmisión de este cambio de escenario son variados. Por un lado, afecta el crecimiento de los socios comerciales y, por lo tanto, la demanda externa y el crecimiento del volumen de las exportaciones nacionales. Por otro lado, deteriora los términos de intercambio y reduce el ingreso que el país recibe desde el exterior. Se suma el impacto negativo que, a través del deterioro de condiciones financieras (en particular, tipo de cambio y precio de acciones, parcialmente compensado por menores tasas de interés) y de expectativas locales tiene sobre las decisiones de gasto, en particular sobre la inversión.

Por cierto, no es posible descartar que se produzcan escenarios donde esta incertidumbre crezca, dada la evolución del contexto externo, y termine afectando con mayor fuerza a la demanda y actividad interna.

### GRÁFICO III.16

Efecto de un *shock* negativo en los factores externos sobre expectativas, inversión y consumo privado (1) (2)  
(desviación respecto de la tendencia HP, porcentaje)



(1) Los factores externos se miden como el primer componente principal de: PMI Global, EE.UU., China, Europa, Brasil, Precio del Cobre y Precio del Petróleo.

(2) La magnitud del *shock* sobre los factores externos es de una desviación estandar.

Fuente: Zuñiga (2019).