

## Implicaciones de la escalada del conflicto comercial

### ¿Qué ha supuesto el recrudecimiento de las tensiones comerciales entre EEUU y China?

La administración Trump ha puesto fin a la tregua con China, dejando atrás meses de aparente progreso en las negociaciones que permitió una clara mejora en las expectativas económicas y apoyó la recuperación de los mercados de riesgo. El gobierno estadounidense ha elevado los aranceles hasta el 25% desde el 10% a importaciones de China por valor de 200.000 millones usd. Como respuesta, China ha anunciado que impondrá aranceles de entre el 5% y el 25% a productos de EEUU por un valor de 60.000 millones de dólares, a partir del 1 de junio.

### ¿Cuál es el alcance actual de todas las medidas restrictivas al comercio puestas en marcha?

En total, ya se han aumentado sustancialmente los aranceles a mercancías por un valor total próximo a 435.000 millones de dólares.

En concreto, desde que Trump inició el conflicto comercial a principios de 2018, EEUU ha subido los aranceles a un total de 325.000 millones de importaciones (11% del total<sup>1</sup>) y casi un 80% de las mismas son productos de China.

Por su parte, China ha elevado el arancel a unos 110.000 millones de importaciones de productos estadounidenses y podría llegar a 120.000 millones (total de las mismas); por tanto, el margen adicional de China, en cuanto a barreras arancelarias, es mucho más limitado: el conflicto es muy asimétrico y China es más vulnerable por su elevado superávit con EEUU (en torno a 400.000 millones de dólares).

Tras la última subida del 10 de mayo, el arancel medio en EEUU se sitúa en torno al 4,2% (1,7% en 2017, antes del conflicto), más del doble que en el resto de los países de la OCDE y por encima, incluso, de las grandes economías emergentes, con la excepción de Brasil e India. China tenía el arancel medio en el 3,8% antes del conflicto y estimamos que podría situarse en torno al 5% a partir del 1 de junio.

### ¿Cuál sería la amenaza adicional?

EEUU podría cumplir finalmente su amenaza de incrementar el arancel al resto de importaciones de China (alrededor de 300.000 millones de dólares adicionales), lo que elevaría el valor de los productos afectados por la guerra comercial, incluyendo las represalias de China, hasta cerca de los 750.000 millones de dólares. Como consecuencia, el arancel medio de EEUU subiría en más de 5 p.p. respecto al registrado en 2017, situándose por encima del 7%.

Si, además, el conflicto se extiende a las importaciones estadounidenses de vehículos y componentes (sobre 120.000 millones de dólares, una vez excluidas las que tienen origen en Canadá y México<sup>2</sup>) y sumando las correspondientes represalias, los bienes afectados por las subidas arancelarias podrían acercarse al billón de dólares. Esta cantidad representaría en torno a un 6% del comercio global y al 1,0% del PIB mundial.

### ¿Qué implicaciones podría tener para el crecimiento?

Bajo la hipótesis de que, además de las medidas proteccionistas ya implantadas, entrasen finalmente en vigor todas las amenazas actuales de la administración Trump sobre China y el sector automovilístico, y que

<sup>1</sup> Empezó con madera, lavadoras y paneles solares, siguió con el acero y el aluminio y, posteriormente, se centró con los productos de China.

<sup>2</sup> Actualmente, EEUU se encuentra en pleno proceso de ratificación del acuerdo comercial con Canadá y México (que sustituirá al anterior NAFTA), por lo que es poco probable que estos países se vean afectados por los nuevos aranceles.

China y la UE tomasen medidas recíprocas (pero el resto del comercio mundial permanece al margen), se estima que podrían reducir el PIB global en un 0,3%, respecto al escenario central, en un horizonte de dos años. El impacto por países sería desigual: entre los grandes, China sería el más perjudicado (el rango de las estimaciones es el más amplio, entre -0,3 y -1,5 p.p.), EEUU (sobre -0,5%) y la UEM (-0,2%)<sup>3</sup>.

En ninguno de los casos, el *shock* parece ser lo suficientemente intenso como para poner en riesgo la expansión global. Según los modelos tradicionales, para tener consecuencias recesivas globales de forma directa, el incremento en los aranceles tendría que ser muy superior, probablemente del orden de 20 p.p., si afectase solo al comercio entre EEUU, la UE y China.

### ¿Qué implicaciones podría tener para la inflación?

Los efectos sobre la inflación solo pueden empezar a cuantificarse en el caso de EEUU. Por ejemplo, si el impacto del incremento de 5,0 p.p. del arancel efectivo en EEUU fuese totalmente traspasado a los consumidores, añadiría 1,1 p.p. a la inflación (las medidas introducidas antes del 10 de mayo han podido suponer en torno a 0,2 p.p.). En cualquier caso, el impacto “real” sería significativamente inferior, debido a que no todos los productos afectados por los aranceles serían bienes de consumo, habría ajustes en los tipos de cambio que podrían afectar a los precios, las empresas podrían absorber parte del efecto en sus beneficios y las familias sustituir algunos de los productos afectados por los aranceles.

### ¿Consecuencias para los mercados financieros?

El aumento de la incertidumbre sobre el futuro comportamiento del crecimiento global ha provocado una huida de los inversores hacia activos refugio, que se ha traducido en caídas de los índices bursátiles hasta niveles registrados el pasado mes de marzo.

- El índice global de acciones MSCI ACWI ha caído un 4,4% desde el 3 de mayo. Este retroceso se produce desde niveles cercanos a los 528 puntos, que suponían la total recuperación de las abruptas caídas del último trimestre de 2018. El índice de mercados desarrollados y el de emergentes han tenido un comportamiento muy similar.
- Esa incapacidad de superar esa zona de máximos tiene una lectura negativa desde un punto de vista técnico (doble techo) y ha cogido a los inversores poco prevenidos porque se esperaba, mayoritariamente, un acuerdo comercial entre EEUU y China. Además, la escalada de los precios desde los mínimos de diciembre, liderada por la bolsa de EEUU (+25% acumulado), apenas había registrado algún periodo de consolidación, lo que había generado una situación de alta sobrecompra con implicaciones de giro correctivo ante la menor excusa.
- Las caídas registradas, hasta el momento, se sitúan dentro de lo normal, considerando las ganancias previas, y se hubieran podido producir por motivos bien distintos del que las ha provocado. El problema es que el detonante es de los serios y el desenlace es muy imprevisible, lo cual supone que, desde el punto de vista bursátil, hay un alto riesgo de sobrereacción.
- Posiblemente, el peor escenario es que se vuelvan a disparar los miedos a una recesión, como ocurrió a finales de 2018. Entonces, el S&P 500 perdió un -20% entre el 3 de octubre y el 24 de diciembre (-15% el Stoxx 600 y -11% el Ibex 35). Lo positivo es que, en esta ocasión, los bancos centrales tienen una aptitud más cautelosa y más flexible frente a las turbulencias financieras que se puedan producir.
- Lo importante es diferenciar entre las probabilidades reales de que ese temor se materialice y en qué medida lo ha llegado a descontar el mercado con sus descensos. Lo que ocurrió a finales de 2018 nos demuestra que el mercado tiene tendencia a exagerar, en aquel momento con retrocesos excesivos, pero sabe corregir su error, aunque sea cometiendo otro exceso: las subidas desde diciembre hasta principios de mayo eran demasiado intensas.

<sup>3</sup> Medias de las estimaciones obtenidas con los modelos del FMI, OCDE, JPM y Bloomberg Economics, bajo hipótesis relativamente similares.

- Lo sensato es plantearse, como escenario central, que las tensiones se van a prolongar, pero con la esperanza de que se acerquen posturas con vistas a la cumbre del G20 a finales de junio. A partir de esto, los niveles a vigilar en los índices que nos importan serían:
  - S&P 500: tiene un primer soporte clave en los 2800 puntos. Si lo pierde, se podría dirigir a 2720.
  - Ibex 35: aunque tiene un primer soporte en 9000 puntos, es poco fiable. El soporte siguiente está en torno a 8800 y es bastante probable que se dirija a él.
  - Euro Stoxx 600: el primer soporte relevante está en 360 y si lo perfora puede dirigirse a la zona de los 350 puntos.
- Estos cálculos son coherentes con un recrudescimiento temporal de las tensiones entre EEUU y China, pero con un “final feliz” posterior que permitiría un interesante movimiento alcista desde los soportes. Es pronto para hacer los números de un “final no feliz”.

En cuanto a la deuda, los movimientos también han sido significativos, destacando que la pendiente de la curva estadounidense vuelve a amenazar con situarse en niveles negativos.

- Las compras de bono refugio han provocado que la tir a 10 años de Alemania haya cedido hasta -0,06% y la de EEUU hasta el 2,40% (0,60% y 3,20% en octubre pasado, respectivamente). En las actuales circunstancias y debido al tiempo que resta hasta la próxima reunión entre los presidentes de ambos países, no puede descartarse que las caídas de las tires profundicen y se sitúen, al menos temporalmente, por debajo de sus mínimos anuales (-0,10% y 2,35%, respectivamente).
- Este movimiento ha tenido su mayor impacto en los plazos a 2 y 3 años en EEUU y en los más largos en Alemania, quedando al margen los títulos con vencimientos inferiores a un año. Ello ha provocado una reducción de la pendiente de la curva estadounidense entre los tramos a 10 años y 3 meses que se sitúa en el 0%; es decir, a punto de entrar en zona negativa, situación que tanta inquietud ha provocado en el mercado en el pasado.
- En este contexto, el bono a 10 años de España se ha mantenido bastante estable, por debajo del 1%, explicándose la ampliación de su prima de riesgo por las compras del bono alemán y no porque los inversores hayan castigado a la deuda española. Sin embargo, sí se ha producido cierta penalización al bono italiano, aunque se debió, principalmente, a factores de índole interna: tensiones entre los dos partidos del gobierno y la revisión al alza de las previsiones sobre su déficit fiscal que aumenta la probabilidad de futuras nuevas tensiones entre la Comisión Europea y el gobierno italiano.
- A pesar de ello, si las tensiones comerciales se alargasen en el tiempo y/o tuviesen un impacto significativo en el crecimiento, no descartamos que la tir del bono alemán visite sus mínimos históricos (-0,20%) y la de EEUU caiga hasta el 2,0%-1,8%. En este contexto, la preocupación por los déficits públicos aumentaría y los países periféricos podrían verse penalizados.

## Conclusiones

Los efectos directos sobre el crecimiento de la amenaza proteccionista no son alarmistas, pero hay que tener en cuenta la situación de madurez cíclica actual, los efectos indirectos sobre la confianza de los agentes y, sobre todo, el impacto sobre los mercados financieros (en nuestra opinión, lo más preocupante). En la medida que no esperamos novedades positivas, al menos, hasta la próxima reunión del G-20 a finales de junio, hay riesgo de que el mercado sobrereacte negativamente.

El escenario global se ha complicado nuevamente y la incertidumbre será persistente. Por el momento, no hay que caer en el pesimismo, considerando que: (i) el crecimiento mundial se ha estabilizado cerca de su ritmo potencial; (ii) bajo hipótesis relativamente pesimistas (EEUU incrementa el arancel a todas las importaciones de China y cumpla su amenaza sobre el sector automovilístico), el impacto de las medidas proteccionistas sobre la actividad es limitado; y (iii) la Reserva Federal tiene cierto margen de respuesta para hacer frente a un deterioro del escenario.

No obstante, este *shock* sí que podría tener importantes implicaciones para los países más dependientes del comercio exterior y con un crecimiento muy modesto (Alemania y Japón pueden ser vulnerables si la guerra comercial se extiende al sector automovilístico) y para algunos sectores, que tendrán que replantearse la relocalización geográfica de su producción e incurrir en elevados costes.

Una de las claves más importantes será la variable “tiempo”. Cuanto más tiempo siga el conflicto abierto más daño se hará a la economía y, sobre todo, a los mercados financieros.

Desde el punto de vista inversor, el escenario más probable es que las tensiones y la volatilidad persistan. No obstante, una recaída hasta los mínimos de diciembre no sería justificable salvo que se enfríen las expectativas de un acuerdo en la cumbre del G20 a finales de junio o se siga escalando en el conflicto (el sábado 18 habrá que estar muy atentos a la decisión de EEUU sobre el sector automovilístico).