

GUÍA SOLUCIÓN COYUNTURA SIMULACRO 2019

CHILE

1. SITUACIÓN CÍCLICA Y COMPOSICIÓN DE LA DEMANDA

- Identificación de 3 posibles fases: **intenso crecimiento de 2010 a 2013**, con tasas de variación del PIB real por encima del 4% y un output gap positivo; **crecimiento deprimido de 2014 a 2017**, por debajo de la media de la serie y output gap negativo; y **recuperación del dinamismo del PIB en 2018 y 2019**, con tasas de nuevo en el entorno del 4% y con un PIB real en el nivel potencial.
- Demanda nacional procíclica y demanda externa contracíclica, como es habitual; demanda nacional como motor del crecimiento durante toda la serie (aunque con el transcurso de los años pierde ligeramente algo de importancia en favor de la demanda externa debido a que las importaciones acaban la serie creciendo a tasas más moderadas).
- **Demanda nacional:**
 - Consumo privado: sorprende su fuerte carácter procíclico. El consumo privado parece explicarse por la evolución de las rentas salariales reales (empleo y remuneración real por asalariado), y no tanto por la evolución de las rentas del capital (no correlaciona bien con la evolución de la bolsa ni con la del tipo de interés, por ejemplo). Más concretamente, correlaciona mejor con el empleo que el salario real (lo cual era de esperar, pues el aumento de la renta que tiene su origen en un mayor empleo presenta mayor propensión a consumir que el aumento de la renta que trae causa de un mayor salario, ya que en el primer caso el aumento se traslada en mayor medida a la renta permanente).
 - Inversión privada: fuerte evolución procíclica, con alta volatilidad (tasa de variación con una amplitud de 22,6 puntos porcentuales). Parece explicarse por la evolución del tipo de interés real a corto plazo (a falta del tipo a largo) y por las expectativas de los agentes (aproximadas por la evolución del índice de bolsa, suponiendo que ésta sea lo suficientemente líquida y profunda como para reflejar el ánimo inversor de los agentes).
 - Consumo e inversión públicos.
- **Demanda externa:**
 - Exportaciones: parecen explicarse relativamente bien por la evolución de la competitividad-precio de la economía: cuando el tipo de cambio efectivo real se aprecia (aumenta), el crecimiento de las exportaciones se resiente (2010, 2012) o, directamente, caen (2015-2017). No parece verse una asociación clara entre la evolución de las exportaciones y el crecimiento del PIB mundial, el otro gran determinante habitual de las exportaciones (lo cual no resulta sorprendente en la medida en que las exportaciones de este país están constituidas en gran parte por la kryptonita, que, en tanto que recurso natural [y, previsiblemente, producto primario], debería tener una elasticidad-renta baja).
 - Importaciones: parecen explicarse también por la evolución del tipo de cambio efectivo real, pues cuando este se deprecia (baja), el crecimiento de las importaciones se resiente (2013) o, directamente, disminuyen (2014). Otra variable que parece guiar a las importaciones es la inversión, lo cual suele ser habitual en las economías no demasiado industrializadas, que necesitan importar los sofisticados bienes de equipo requeridos para la explotación de los yacimientos.

2. MERCADO DE TRABAJO

- El empleo crece intensamente al principio de la serie debido al fuerte impulso inversor de esos años, pero luego se modera y se acaba moviendo en un rango de entre el 1 y el 2% anual. Sorprende que la creación de empleo no parezca estar influida por la evolución de los CLUs.
- La tasa de desempleo disminuye al principio de la serie hasta situarse en el 5,9%, para después aumentar ligeramente. No obstante, el aumento de la tasa de paro en los últimos años parece deberse, sobre todo, a que la población activa crece más que el empleo. Llama también la atención que el desempleo no sobrepase el 7% ni siquiera en la fase más deprimida del ciclo.
- La tasa de variación de la productividad aparente del trabajo (PAT) se calcula como la diferencia entre la tasa de variación del PIB real y la tasa de variación del empleo. En 2012 fue, pues, del 2,0% (4,1% - 2,1%).
- La tasa de variación de los CLUs nominales se calcula como la diferencia entre la tasa de variación de la PAT y la tasa de variación de los salarios nominales. En 2012 fue, pues, del 3,7% (5,7% - 2,0%). Los CLUs pueden verse como un proxy de la competitividad-precio de la economía; de esta manera, el elevado crecimiento de los CLUs a lo largo de la serie podría estar indicando pérdida de competitividad de las empresas de Krypton (no obstante, el indicador más completo de la competitividad-precio de una economía es el tipo de cambio efectivo real).

3. SECTOR EXTERIOR

- Destaca la crónica necesidad de financiación exterior de Krypton, a pesar de su gran capacidad para generar superávits en la balanza de bienes. Estos se ven absorbidos, no obstante, por los elevados déficits de la balanza de rentas primarias, que reflejan probablemente los pagos netos que Krypton tiene que abonar a los titulares de los capitales que recibe el país en forma de IDE (repatriación de beneficios de las multinacionales instaladas en el país en forma de dividendos). El persistente déficit por cuenta corriente se financia, sobre todo, con IDE (con las ventajas normalmente asociadas a esta fuente de financiación: estabilidad, know-how, externalidades, integración en las cadenas globales de valor, etc.).
- En 2012 y los años siguientes se produce un shock debido, especialmente, a la brusca caída de los precios internacionales de la kryptonita, y también (aunque en menor medida) a la moderación de las tasas de crecimiento del PIB mundial.
- El nivel de deuda externa no parece estabilizarse, por lo que podrían surgir dudas sobre su sostenibilidad.

4. POLÍTICA FISCAL

- Atendiendo al saldo público, la política fiscal parece haber seguido una tónica expansiva en la parte central de la serie (coincidiendo con la parte más deprimida del ciclo) y un tono contractivo al principio y al final (coincidiendo con las mejores fases del ciclo). Parece, pues, que la política fiscal ha tenido un carácter contracíclico.
 - o El estudio del saldo público cíclicamente ajustado arrojaría unas conclusiones similares.
- El país sufre un déficit público crónico desde la segunda mitad de la serie, coincidiendo con la caída del precio internacional de la kryptonita, de manera que los ingresos fiscales procedentes de este sector ya no parecen ser capaces de compensar el fuerte déficit.
- La trayectoria ascendente durante toda la serie de la deuda pública podría arrojar dudas sobre su sostenibilidad. De hecho, al final de la serie se producen dos rebajas crediticias por parte de la

agencia Standard and Poor's, lo que estaría reflejando cierta ansiedad de los mercados con respecto a la viabilidad de la deuda del sector público.

- El acusado (e inusual) gap entre deuda pública bruta y deuda pública neta (de entre 15 y 20 pp a lo largo de la serie) se debe probablemente a los activos del Gobierno en el sector de la kryptonita.
- El esfuerzo estructural en t se calcula como la diferencia entre el saldo estructural de t y el de $t - 1$. A su vez, si al saldo cíclicamente ajustado le restamos las medidas one-off, obtenemos el saldo estructural. El esfuerzo estructural del año 2018 fue, pues, de 0,2% del PIB.

5. POLÍTICA MONETARIA

- Para analizar el tono de la política monetaria podemos fijarnos en el tipo de interés a largo plazo real (pues el real es el que influye en última instancia en las decisiones económicas de los agentes, por lo que los bancos centrales ajustan el tipo nominal teniendo en cuenta la inflación esperada). A falta de tipos a largo, se toma el corto y se le resta la inflación. Así, se puede ver cómo el banco central lleva a cabo una política monetaria restrictiva (permitiendo que aumente el tipo de interés real) en los primeros y últimos años de la serie, coincidiendo con las fases más expansivas del ciclo. En la parte central de la serie la autoridad monetaria permite que disminuya el tipo de interés real, adoptando, pues, una postura más acomodaticia en un momento en que la economía pierde dinamismo. Por lo tanto, la política monetaria de Krypton es contracíclica.
 - o El estudio del tipo de interés nominal arrojaría unas conclusiones similares.
- La inflación se mantiene en niveles razonables, por lo que las expectativas de inflación parecen estar ancladas.
- Con los datos proporcionados, podría decirse que el sector financiero goza de buena salud: crédito fluido y morosidad baja y contenida.

6. DEPENDENCIA DE LA KRYPTONITA

- El país disminuye su dependencia del recurso natural kryptonita, a juzgar por la evolución de dos indicadores:
 - a. Peso de la kryptonita en las exportaciones, que pasa de un 58% en 2010 a un 47% en 2019 (aunque aquí también ha podido jugar un papel clave la caída de su precio).
 - b. Peso de la kryptonita en el saldo público, que pasa de tener una incidencia positiva en el saldo de más de 4 p.p. durante los primeros años (diferencia entre el saldo público y el saldo público sin kryptonita) a tener un impacto de apenas 1 ó 1,5 p.p. al final del período.

7. FORTALEZAS Y DEBILIDADES

- **Fortalezas:** crecimiento robusto, creación sostenida de empleo, baja tasa de paro, fuerte capacidad para atraer capitales extranjeros, inflación controlada y en niveles razonables, políticas macroeconómicas estabilizadoras del ciclo, sector financiero con buena salud.
- **Debilidades:** déficits gemelos (externo y público), niveles de deuda no estabilizados (externa y pública), intenso crecimiento de los costes laborales, fuerte dependencia aún de la kryptonita, baja inversión en I+D, elevados niveles de desigualdad por la escasa capacidad redistributiva del Estado (el índice de Gini apenas disminuye tras la intervención del sector público).