1. **CUESTIONES GENERALES**

# **Simplicidad**, no necesidad de escribir mucho, no repetirse (no solapar las respuestas de las preguntas: tratarlas como estancas).

* **2x interlineado**, **márgenes grandes.**
* Generalmente, **2 horas** (120 minutos):
  + **10-15 minutos** para:
    - *Leer preguntas, subrayar los períodos a los que se refieren las preguntas y determinar dónde poner cada cosa del esquema*. Si el dictamen es libre, comentar la estructura que se va a seguir.
    - *Observar los gráficos*, ya que por lo general no suelen ser gratuitos (p.ej. días de huelga, uso de la capacidad productiva, evolución de los precios de los activos/ commodities, etc.).
    - *Cuidado con las unidades en que están expresadas las variables* (variación, tasa de variación, porcentaje sobre el PIB, índices, qué es apreciación, etc.)
    - *Observar datos, dividir en columnas las etapas del ciclo y subrayar datos que llamen la atención*.
    - *Hacer cálculos básicos*:
      1. Tipos de interés reales:

*i – γ IPC*

* + - 1. Tasa de crecimiento (*γ*) de los salarios reales:

*γ wnom – γ IPC*

* + - 1. *γ* Productividad Aparente del Trabajo real (PAT):

*γ PIBreal* – *γ Empleo*

* + - 1. *γ* Costes Laborales Unitarios nominales (CLUs), según la AMECO (Annual Macroeconomics Database de la Unión Europea):

*γ wnom* – *γ PATreal*

* + - 1. *γ* mark-up (en ausencia de EBE):

*γ DeflactorPIB* – *γ CLUs*

*γ DeflactorPIB = γ PIBnom* – *γ PIBreal*

* + - 1. CAP/NEC de financiación de la economía:



* + **30-45 minutos** para *perfil cíclico de la economía y composición del crecimiento* desde la óptica de la demanda/oferta.
  + **60 minutos** para *resto*:
    - *Si 7-8 preguntas:* 8-7 min por pregunta.
    - *Si 5 preguntas:* 12 min por pregunta.
* **Repasar/releer** cada pregunta y respuesta al acabar (porque si se deja para el final puede que no dé tiempo).
* **Cambiar de papel** en cada pregunta.
* En preguntas de cálculo, **hacer explícito el procedimiento de cálculo**.
* **Nunca ser** **demasiado tajante**, pues tenemos pocos datos y poco tiempo como para poder llegar a muchas conclusiones rotundas.

1. **PERFIL CÍCLICO DE LA ECONOMÍA, DEMANDA Y OFERTA**
   1. **PERFIL CÍCLICO**

* **3 objetivos:**
  1. Comentario muy general del crecimiento del PIB real, dividiendo por etapas.
  2. Posición cíclica (hablar del output gap si procede –lo piden, lo dan o es muy evidente–).
  3. *(si da tiempo)* Anticipar diagnóstico de la economía, con desequilibrios y fortalezas (dejar hueco al final de la pregunta y hacerlo al final del examen).
* **Indicadores:**
  1. *γ* PIB real
     + Hablar de la tasa de crecimiento del PIB real.
     + *País desarrollado*:
       - < 0%: negativo (recesión = 2 trimestres consecutivos con disminución del PIB real; depresión cuando < –10%)
       - 0% - 1%: estancamiento
       - 1% - 1,5%: débil
       - 1,5% - 3,5%: sostenido
       - > 3,5%: fuerte
     + En los *países en vías de desarrollo* las tasas de crecimiento suelen ser más volátiles porque no gozan de los mismos instrumentos que los países desarrollados para suavizar las fluctuaciones del PIB (un 4% para un país en vías de desarrollo puede ser débil).
  2. Posición cíclica y output gap
     + Si no nos lo dan, primero hay que “pedirlo” y luego comentar la situación cíclica de la economía a través del *γ* PIB real.
     + *“El mejor indicador de la posición cíclica de la economía es el output gap, ya que nos muestra la brecha de la producción, es decir, la diferencia entre el PIB actual y el PIB potencial/tendencial”*:





* + - *Interpretación del output gap*:
      * 0: la economía crece a su potencial
      * <0 🡪 0: recuperación
      * 0 🡪 >0: expansión
      * >0 🡪 0: desaceleración
      * 0 🡪 <0: contracción, recesión o estancamiento
    - Decir si la recesión es de tipo V, U, W ó L.
    - *Ideal*: output gap cercano a 0.
    - *Posible sobrecalentamiento* (que no “~~re~~calentamiento”): output gap muy positivo acompañado de crecimiento del PIB.
    - *Shocks de oferta* desplazan al PIB potencial y, por tanto, al output gap. La producción puede aumentar bien por una mayor dotación de capital (p.ej. incremento de la inversión en bienes de equipo), y de trabajo (p.ej. inmigración), bien por un aumento de la productividad.

1. Anticipación de diagnóstico. “*Como veremos, parece tratarse de una economía desarrollada/ en vías de desarrollo cuyo crecimiento se fundamenta en [ ], pero tiene freno/presenta ciertos desequilibrios, como [ ], por lo que podemos decir que su cuadro macroeconómico presenta buena/mala/mejorable salud*”.
   1. *Indicios de un país desarrollado o un país en vías de desarrollo* (sólo si está claro):
      * País desarrollado (PD):
      1. *Crecimiento:* 2-4%.
      2. *Inflación:* <5%.
      3. *Renta per cápita*: alta (USA $50k, Alemania $36k, España $30k. Cuidado con países petrolíferos, que tienen alta renta pc).
      4. *Estabilidad macroeconómica*: inflación controlada, cuentas públicas saneadas.
      5. *Composición del producto*: primario 10%, secundario 20-30%, terciario 60-80%.
      * País en vías de desarrollo (PED) (frontera difusa con países emergentes):
   * *Crecimiento*: >5% (alta volatilidad de las tasas de crecimiento por ausencia de estabilizadores automáticos; cifras típicas de un PED que hace catch up).
   * *Inflación*: elevada o volátil.
   * *Renta per cápita*: baja.
   * *Gasto público*: *G/PIB* bajo (<30%).
   * *Estabilidad macroeconómica*: debilidad del sector financiero (prima de riesgo elevada, falta de credibilidad, fuertes variaciones de M3, monetización del déficit), altos tipos de interés, etc.
   * *Composición del producto:* primario >30%, terciario <30%. En general, excesiva dependencia de algún sector.
   * *Otros factores*: transición demográfica inacabada, financiación fundamentada en remesas o en ingresos de exportación de materias primas (mm.pp.), bajo índice de desarrollo humano, alto porcentaje de economía sumergida.
   1. *Principales desequilibrios (y fortalezas):*
      * 1. *Débil crecimiento/ recesión*: *γ* PIB real negativo.
        2. *Consumo interno anémico*: *γ* consumo privado muy bajo.
        3. *Inflación y sobrecalentamiento*: output gap sistemáticamente positivo, altas tasas de inflación y de crecimiento del consumo privado, reducciones drásticas de las existencias, e incrementos drásticos de la penetración de importaciones –se verán luego–).
        4. *Mercado de trabajo deficiente*: altas y persistentes tasas de desempleo, y CLUs crecientes.
        5. *Déficit público y deuda pública*: altos y persistentes niveles de déficit y deuda pública, insostenibilidad del déficit.
        6. *Déficit por cuenta corriente y deuda externa*: altos y persistentes niveles de déficit por cuenta corriente y deuda externa, pérdida de competitividad exterior, elevada absorción, escasez de ahorro, exceso de inversión, y déficits públicos.
        7. *Riesgos en el sistema financiero*: alta prima de riesgo, alto endeudamiento privado y público, elevadas tasas de morosidad, racionamiento del crédito, etc.
        8. *Estructura sectorial desequilibrada de la economía*: excesiva dependencia de un sector (p.ej. inmobiliario, energético, de *commodities*, etc.).
   2. **DEMANDA**

* **Introducción**: *“Analicemos con detenimiento los diferentes componentes de la demanda para explicar el comportamiento de dicho crecimiento”.*

*“Podemos analizar la evolución del PIB desde el punto de vista de la demanda interna, que integra consumo e inversión privados y públicos, y de la demanda externa, que se refiere a las exportaciones netas”.*

* **Motor de la economía**. Ver cuál es el motor de la economía, es decir, ver quién contribuye más al crecimiento del PIB real (por períodos o en todo el período): la demanda interna (*C + I + G*) o la demanda externa (*X – M*):
  + *Citas*. *“Durante los X primeros años la contribución de la demanda interna al crecimiento es positivo. Pero a partir de t+X se vuelve negativa, pasando a ser la demanda externa el motor del crecimiento”*. *“La demanda interna es protagonista absoluta durante toda la serie”.*
  + *Elementos*. En la contribución al crecimiento se tiene en cuenta la demanda interna, la demanda externa y la variación de existencias (si no nos dicen nada, suponer que ésta es cero).
  + *Variables*. Contribución al crecimiento de una variable depende de:
    - Crecimiento de la variable
    - Su peso en el PIB

Si no se tienen todas, intentar calcular indirectamente mediante diferencias. Si aun así no es posible, “pedirlo”.

* + *Interpretación de las contribuciones*. Ante crisis de economías con fuerte demanda *interna*, la demanda interna pasa a tener una contribución negativa (debido a que el consumo y las importaciones se resienten), y la *externa*, una contribución positiva (debido a que *i)* la economía mundial puede no haber sufrido tanto; y/o *ii)* necesidad nacional de buscar negocio exportador).

**Demanda interna**

*Demanda =* ***C + I + G*** *+ (X – M)*

*“Podemos comenzar nuestro análisis con el estudio de la demanda interna, que integra consumo e inversión privados y públicos”.*

Para cada componente hay que explicar:

* 1. Regularidades empíricas y cuñas teóricas.
  2. Evolución observada.
  3. Relación observada con el PIB (acíclico, adelantado, etc.).
  4. Factores que lo han motivado.
* **Consumo privado**
  + Qué incluye. Incluye también consumo en bienes duraderos aunque su “consumo” se reciba durante varios períodos. No incluye inversión en vivienda.
  + Regularidad empírica y cuñas teóricas*: mayor peso en el PIB* (60-70% en países desarrollados), *estable* (tanto por su mayor peso como por su fundamentación microeconómica de que depende de la renta permanente y hay preferencia por su suavización), *moderadamente procíclico* y *coincidente en el tiempo con el PIB*.
  + Evolución observada: *“El consumo crece fuertemente durante la primera mitad de la serie, y luego se modera coincidiendo con una ralentización del crecimiento del PIB real”*. Unas elevadas tasas de crecimiento del consumo privado, seguidas de inflación (y quizá de una reducción brusca de las existencias y de un aumento brusco de las importaciones), estaría mostrando un sobrecalentamiento de la economía.
  + Relación observada con el PIB. Si el consumo privado presenta un comportamiento fuertemente procíclico (es decir, su crecimiento es mayor que el crecimiento del PIB), entonces podría ser síntoma de sobrecalentamiento de la economía.
  + Factores que lo han motivado:

*C = f( Ydreal + | π – | πe + | rc/p – | créd. + | E* ¿ *| n + | Nj –)*

* + 1. *Renta real disponible* (+): sin duda el principal factor. Cuidado porque a veces puede que nos den directamente la renta bruta disponible (por lo que no sería necesario repasar meticulosamente los diferentes determinantes que veremos ahora). La renta real disponible se descompone a su vez en:

*Ydreal = f(L+ | wreal + | π – | πe – | r + | T – | Trans. + | Z +)*

* + - * *Rentas del trabajo* (+):
* Empleo (+).
* Salario real (+):
* Inflación actual (–).
* Inflación esperada (–). Aunque la inflación disminuye el poder adquisitivo (i.e. las rentas), el efecto global de la inflación esperada en el consumo es ambiguo, ya que aunque la inflación esperada disminuye la renta real vital (y disminuye el consumo hoy), también adelanta las decisiones de consumo (y aumenta el consumo hoy).
  + - * *Rentas del capital* (+).
      * *Impuestos* (–): la renta disminuye con el nivel de impuestos (sobre la renta, sobre el patrimonio, etc.).
      * *Transferencias* (+): afectan a la renta disponible de los hogares.
      * *Efecto riqueza* (+): acciones, vivienda, etc.
    1. *Inflación actual* (–)*:* con inflación actual alta, se consume menos (ahorra más), pues el consumo es más caro.
    2. *Inflación esperada* (+): con inflación futura alta, se consume más (se adelantan decisiones de consumo).
    3. *Tipo de interés real a corto plazo* (–): coste de endeudamiento de los hogares. Es el coste de oportunidad del consumo (tasa a la que se remunera el ahorro).
    4. *Crédito a las familias* (+).
    5. *Expectativas* (¿). Algunos indicadores:
       1. Crecimiento económico (+).
       - Curva de tipos:
* Concepto: la curva hace referencia a los rendimientos de los bonos del Gobierno para diferentes horizontes temporales.
* Construcción: para cada año, se ordenan las rentabilidades de los bonos de menor a mayor madurez de éstos.
* A veces nos dan, para cada año de la serie, los rendimientos que tienen los bonos a 6 meses, 5 años, y 10 ó 30 años. Con esos 3 datos se puede construir una curva aproximada de tipos para cada año.
* Pero lo más normal es que no nos den explícitamente los rendimientos de los bonos del Gobierno, por lo que tendremos que aproximar la “curva” con 2 datos: el tipo de interés nominal a corto plazo y el tipo de interés nominal a largo plazo.
* Forma de la curva en un período:
* Curva creciente:
  + - 1. Puede preceder a una expansión (teoría de las expectativas). Se espera que los tipos de interés suban para, por ejemplo, enfriar una economía que se espera que crezca mucho y combatir la inflación.
      2. No tiene por qué esperarse que los tipos suban, ya que la curva es positiva por la prima de liquidez (teoría de la liquidez).
* Curva plana: se espera una caída de los tipos de interés + prima de liquidez = curva plana (combinación de ambas teorías).
* Curva invertida: suele preceder a una recesión (teoría de las expectativas). Los inversores esperan que el banco central disminuya los tipos en un futuro para combatir la recesión que anticipan, por lo que invertirán a plazos largos para aprovechar los altos tipos de interés presentes (los precios de los bonos a largo plazo aumentan y disminuye su rentabilidad).
* Cambios en la forma de la curva en diferentes períodos. Si la curva va ganando pendiente a medida que transcurren los años de la serie, entonces se podría decir, en línea con lo expuesto antes, que los agentes podrían tener expectativas cada vez más sólidas de que el período de expansión se va a producir (o de que está más cerca).
  + - 1. Desempleo (–).
      2. Clima de confianza de los consumidores (+).
      3. Tasa de ahorro (–).
      4. Índice de miseria de Okun (–): suma de inflación y paro.
      5. Economía mundial (+).
      6. Futura política fiscal (futura PF expansiva puede reducir el consumo hoy –equivalencia ricardiana–).
      7. Política monetaria futura (futura disminución del tipo de interés puede aumentar el consumo hoy).
    1. *Factor población*:

1. Una población creciente (*n*) aumenta el consumo.
2. Una población joven (*Nj*) puede optar por ahorrar mucho de cara a la vejez (hipótesis del ciclo vital).
   * Mercados financieros perfectos: muchos de los factores dependen de mercados financieros perfectos (lo cual puede no darse).

* **(Consumo público)**
  + Muy breve (salvo comportamiento excepcional): *“Sigue tendencia”,* *“Es procíclico”*, etc.
  + Normalmente no hace falta tratarlo en detalle en esta sección ya que suele haber una de política fiscal.
* **Inversión privada** (formación bruta de capital fijo)

*“Por su parte, la inversión se muestra, como es habitual, como el componente más volátil del PIB [especificar si toda la inversión, sólo los bienes de equipo, etc.]. En efecto, esta serie presenta una amplitud de X puntos porcentuales, lo que podría ser un reflejo de la importancia de las expectativas en la determinación de esta variable. Sin embargo, a largo plazo el determinante suele ser el tipo de interés real a largo plazo”.*

* + Qué incluye:
    1. *Inversión no residencial* (bienes de equipo, fábricas, etc.).
    2. *Inversión residencial* (i.e. construcción).
    3. *Variaciones de existencias*
       - Efecto *anticíclico*, es decir, ante una desaceleración de la economía, aumentan las existencias (pues sólo cuando ya se verifica que la desaceleración es permanente, disminuye la producción). Cuando dichas existencias se agotan, el proceso de reposición de las mismas supone un estímulo natural a la economía.
       - Una *acumulación excesiva* de stocks puede marcar el inicio de la *fase depresiva* del ciclo. Cuando la *demanda crece* de forma inesperada, el primer signo es una *caída de las existencias.*
  + Regularidad empírica y cuñas teóricas*: peso en el PIB del ~20% en países desarrollados,* clave para el crecimiento a largo plazo pues también afecta a la oferta y al potencial de producción futura (se acumula capital), *volátil* (sujeto en gran medida a expectativas), fuertemente *procíclica* y *adelantada*.
  + Evolución observada.
  + Relación observada con el PIB.
  + Factores:

*I = f( rl/p – | EBE + | D + | E* ¿ )

1. *Tipos de interés reales a largo plazo* (–).
   * + - Problema de cálculo del tipo de interés *real* a *largo plazo*: no solemos disponer de los tipos nominales a largo plazo ni de las expectativas de inflación a largo plazo, por lo que podemos:

* Deflactar los tipos a largo con la inflación del período (*γ* IPC).
* Utilizar los tipos reales a corto.
* Hacer una hipótesis sobre la inflación futura con los datos disponibles.
* Utilizar tipos nominales a largo considerando que ya incluyen una prima por el riesgo inflacionario.

Recomendable el primer método y, en su defecto, el segundo. En cualquier caso, explicar siempre las limitaciones.

1. *Excedente Bruto de Explotación (EBE)* (~ margen de beneficio) (+): incentiva la inversión ya que representa la rentabilidad empresarial. Los mayores excedentes vendrían explicados bien por un incremento de los precios de ventas, bien por menores costes unitarios. De ahí que, si carecemos de datos sobre el EBE, podamos calcular la evolución del mark-up (evolución del margen empresarial):

*γ* *DeflactorPIB* – *γ* *CLUs*

Para lo anterior es necesario que los impuestos y los precios de los inputs se mantengan constantes.

Para la inflación utilizar aquí *γ* *deflactor PIB* (es mejor índice para las decisiones empresariales).

1. *Demanda interna y externa* (+): la evolución de la demanda es importante para las decisiones de oferta/inversión.
2. *Expectativas (animal spirits)* (¿): ver indicadores mencionados para el consumo privado, con especial atención a:
   * + - Clima de confianza de los empresarios.
       - Estabilidad del cuadro macroeconómico.
       - Crecimiento económico.

* **(Inversión pública)**

Normalmente no hace falta tratarlo en detalle en esta sección ya que suele haber una de política fiscal.

Puede existir:

* + *Crowding-out real* (si la actividad del sector público expulsa la iniciativa privada porque se superponen).
  + *Crowding-out financiero* (si el endeudamiento del sector público detrae recursos que se podrían destinar al sector privado).

**Demanda externa**

*Demanda = C + I + G +* ***(X – M)***

Para un análisis detallado hacen falta datos de exportaciones (*X*) e importaciones (*M*), tanto de bienes como de servicios. Si carecemos de ellos, “pedirlos” y utilizar la balanza comercial (sólo bienes) como aproximación.

Hay que analizar:

* 1. **Contribución al crecimiento económico**. La demanda externa suele tener cierto componente *contracíclico* (pues cuando *↑Y*, *↑M*, *↓XN*).
  2. **Evolución de *X* e *M***.
  3. **Factores que afectan a *X***:

*X = f(Comp.Precio (e) + | Comp.No.Precio + | Y\* +)*

* + 1. *Tipo de cambio efectivo real (e)* (–) o competitividad-precio *(análisis en “3. COMPETITIVIDAD”).*

*tcer = e = f( E + | P\* + | P – )*

* + 1. *Competitividad no precio* (+): imagen de marca, diferenciación, calidad, etc.
    2. *Renta extranjera* (+).
  1. **Factores que afectan a *M***: mismos factores que a *X* pero de forma inversa y sustituyendo la renta extranjera por la nacional.

*X = f(Comp.Precio (e) – | Comp.No.Precio – | Y +)*

* + - Las importaciones suelen *ser pro-cíclicas* por la *elevada elasticidad positiva* que tienen hacia la renta nacional.
    - *M* depende de elementos estructurales como la dependencia energética, tecnológica, etc.

*(opcionales):*

* 1. **Apertura**. (*X*+*M*)/PIB, a precios corrientes.
     + *<15-20%*: economía cerrada (generalmente país grande; EEUU, 25%).
     + *50%:* normal (España, 60%).
     + *>75%:* economía muy abierta (generalmente país pequeño, ya que debe integrarse en el comercio internacional para disponer de una variedad amplia de productos; Bélgica, 160%).
  2. **Penetración de las importaciones**. *M*/PIB, a precios corrientes.
     + *Incremento repentino*: el consumo crece más rápido de lo que la economía puede satisfacer (posible inflación y sobrecalentamiento).
     + *Reducción repentina*: posible depreciación del tipo de cambio efectivo real.
  3. **Inflación importada**. Se estará importando inflación si el siguiente diferencial es positivo:

*γ* *DeflactorPM – γ* *IPC*

Por el contrario, si el diferencial es negativo, será indicativo de falta de competitividad exterior.

* 1. **Relación Real de Intercambio (RRI)**. *PX/PM*.
     + Indicadores:
     + Deflactores de *X* e *M*.
     + Relación de los volúmenes y el valor (si volumen de *X* aumenta pero no lo hacen en valor, hay deterioro de *PX* y, por tanto, de la RRI).
     + Interpretación de un aumento de la RRI:
       1. Pérdida de competitividad, o
       2. Enriquecimiento porque el mercado internacional valore más los productos nacionales (“compramos más por menos”).

Para saber qué efecto predomina, es necesario ver la evolución de los precios nacionales, pues en ausencia de inflación pronunciada podríamos hablar del efecto enriquecimiento.

No obstante, dado que el objetivo de la RRI es expresar la competitividad del sector exterior de la economía, ello se hace mejor con el tipo de cambio efectivo real, que es menos ambiguo. Por lo tanto, en la medida de lo posible, acudir al tipo de cambio en lugar de a la RRI.

* 1. **OFERTA**

A corto plazo la economía está muy sometida a los vaivenes de la demanda. Sin embargo, la oferta es el factor determinante a **largo plazo**.

**Output gap**

* Ver análisis de 1.1.

**Motor del crecimiento**

* Mientras que por el lado de la demanda veíamos si el motor del crecimiento era la demanda interna o externa, por el lado de la oferta vemos si el patrón de crecimiento está basado en las **mejoras de la productividad** o en la **acumulación de factores**.
* Si no disponemos de las tasas de variación de la productividad total de los factores ni de las tasas de variación de todos los factores de producción, podemos hacer una aproximación a través de la variación de la productividad aparente del trabajo:

*γ PAT = γ PIBreal* – *γ Empleo*

*γ PIBreal = γ PAT + γ Empleo*

* De manera que podemos descomponer el crecimiento del PIB en el crecimiento de la productividad y el crecimiento del empleo.
* Nótese que, si una economía está creciendo y, aún así, sigue sin cerrar su output gap, es porque el **output potencial** también está **creciendo**.
* Así, si durante la serie el output gap no se cierra a pesar de un crecimiento sostenido del PIB, tenemos que ser cautos y no calificar por ese hecho al cuadro macro como “débil”, ya que el PIB potencial de la economía está creciendo a tasas importantes.
* Y viceversa: una economía que cierra su output gap no tiene por qué ser dinámica, ya que si lo hace con una tasa de crecimiento del PIB baja entonces no sería necesariamente un bien signo.

**Sectores**

* **Comprobar algunas cuestiones**:
  1. *Cambio de estructura productiva*. Por ejemplo, paso del sector primario al industrial (industrialización) o al sector servicios (terciarización).
  2. *Uso intensivo de factores productivos*: mano de obra, capital, i+d+i, energía, etc.
  3. *Eslabonamientos de cada sector*: capacidad de un sector para “tirar” del resto de sectores.
  4. *Externalidades*. Por ejemplo, la industria aeronáutica genera efectos desbordamiento positivos.
* **Análisis de los diferentes sectores** en que se descompone la economía a través de la evolución de su valor añadido (VAB).

1. *Sector primario*. Normalmente acíclico.
   * + *Posible protección arancelaria y subvenciones* como elementos distorsionadores.
     + Menor elasticidad-renta.
2. *Sector energético*.
   * + *Posibles subvenciones o impuestos* (muchos países en vías de desarrollo subvencionan combustible).
     + *Posible dependencia energética*, con precios fijados en los mercados mundiales (y, por tanto, importando inflación).
     + *Capacidad de refinado* (algunos países en vías de desarrollo petrolíferos carecen de tecnología nacional y precisan de Inversión Directa Extranjera –IDE–).
     + *Posible enfermedad holandesa*: apreciación del tipo de cambio real causada por un boom en un sector muy demandado en el exterior (p.ej. hidrocarburos).
3. *Sector de la construcción*.
   * + *Grandes eslabonamientos hacia atrás* por requerir grandes cantidades de insumos.
     + Intensiva en *mano de obra poco cualificada.*
     + Tiempo de *maduración* elevado.
     + Demanda condicionada por la *demografía*, pero también por su carácter de *inversión*.
     + *Posible burbuja* o inflación de activos.
     + *Fuerte efecto riqueza* por ser el principal activo de los hogares.
     + *Genera gran necesidad de endeudamiento* y *simbiosis* con el sector financiero por círculos virtuosos o viciosos. Se consideran excesivos desembolsos superiores al 33% de la renta corriente en vivienda.
4. *Sector industrial*.
   * + Ver correlación con las exportaciones y, si es país en vías de desarrollo, ver si existe estrategia de industrialización orientada a la exportación.
5. *Sector servicios*.
   * + Sector heterogéneo con servicios de alto y bajo valor añadido y comercializables / no comercializables.
6. **MERCADOS DE FACTORES**
   1. **MERCADO DE TRABAJO**

Principales indicadores a analizar:

* **Población en edad de trabajar**: de 16 a 64 años.
* **Población activa y tasa de actividad**: población que trabaja o busca trabajo / población en edad de trabajar. Es importante para la sostenibilidad del sistema de bienestar. Depende de la demografía. Tasa de actividad OCDE 70% (60% para mujeres), pero España 60%.
* **Población ocupada y tasa de ocupación**: ocupados / población en edad de trabajar. La variación de la ocupación se calcula como la tasa de creación de empleo menos la tasa de destrucción de empleo. Analizar la evolución del empleo (creación o destrucción), viendo elasticidades y umbrales de creación de empleo.
* **Tasa de participación**: población activa / población total.
* **Tasa de desempleo**: (población activa – ocupados) / población activa.

1. **Análisis de nivel**: por ejemplo, desempleo del 5% = prácticamente pleno empleo.
2. **Análisis de la evolución cíclica y de la volatilidad**.

* Analizar tasa de crecimiento de la economía a partir de la cual disminuye el desempleo.
* Hay diferentes tipos de desempleo en función de la causa que los genera:
  + *Clásico*: salarios reales demasiado altos (por rigideces como salarios mínimos, poder de mercado de sindicatos, etc.).
  + *Keynesiano*: insuficiente demanda agregada.
  + *Friccional*: procesos de búsqueda.
  + *De larga duración*: es una de las causas de la histéresis –que luego veremos–.

Una **disminución de la población activa** (p.ej. emigración de los desempleados) lleva consigo, ceteris paribus, la contención de los niveles de paro, pero puede suponer un *brain drain*. Por el contrario, un **aumento de la población activa** (p.ej. inmigración) inicialmente aumenta el desempleo, pero después hace aumentar el crecimiento potencial. De ahí que el aumento de la población activa pueda explicar un desempleo creciente y una fuerte creación de empleo simultánea.

1. **Demanda de trabajo**: nos fijamos en la *población ocupada*. Depende de:

*LD = f(CLUnom – | EBE + | DI + | X + | z ¿)*

* 1. *Costes Laborales Unitarios nominales* –CLUs– (–). Los CLUs nominales recogen la relación entre los *salarios nominales* y la *Productividad Aparente del Trabajo*. Evolución:

*γ CLU = γ wnom* – *γ PATreal =*

*= γ wnom – (γ PIBreal* – *γ Empleo)*

* + *Productividad marginal del trabajo*. La Productividad Aparente del Trabajo real (PAT) puede utilizarse como un proxy de la productividad:

*γ PIBreal* – *γ Empleo*

Aunque, por lo general, a mayor productividad mayor ocupación, no existe necesariamente esta relación unívoca entre creación de empleo y productividad: puede que la PAT aumente al tiempo que el empleo disminuye, por un mero efecto estadístico: el empleo disminuye más que la producción (i.e. función de producción cóncava).

Un aumento de los costes laborales unitarios implicaría:

* + 1. Una evolución de los salarios que *no se corresponde* con la relativa a la productividad del trabajo, bien porque esa remuneración ha crecido más que la productividad, o porque esta última ha caído sin un reflejo equivalente en los salarios.
    2. Un encarecimiento del factor trabajo respecto al factor capital que en el medio plazo se traducirá en la *sustitución* efectiva del mismo, reduciendo la tasa de empleo y, como consecuencia, incrementando el paro.
    3. *Riesgos inflacionistas*, al incrementar los costes e inducir por tanto a ascensos de precios para mantener los márgenes de beneficio empresariales.
  1. *Excedente Bruto de Explotación* o mark-up, al igual que en la demanda de inversión (+)
  2. *Demanda interna* (+)
  3. *Exportaciones* (+)
  4. *Factores institucionales*: rigideces, problemas de emparejamiento, etc.

1. **Oferta de trabajo**: nos fijamos en la *población activa*. Depende principalmente del *salario real*, pero también puede haber desincentivos (p.ej. subsidios por desempleo).
2. **Efectos del mercado de trabajo sobre los precios**: analizar si el comportamiento del mercado laboral tiene efectos sobre la evolución de los precios (indexación de los salarios a la inflación en lugar de a la productividad, estructuras sindicales intermedias, etc.).
3. **Competitividad**: ver el elemento de la competitividad que tiene que ver con el mercado de trabajo: ∆CLUs.
4. **NAIRU** (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment* o tasa de desempleo que no acelera la inflación). Se situaría allí donde, ante una disminución del desempleo, se dispara la inflación. Un aumento en la demanda de trabajo generaría mayor empleo sólo hasta la tasa NAIRU, punto en el cual el empleo para de crecer y la mayor demanda genera mayor inflación.
5. **Histéresis**. Chequear si existe histéresis, esto es, si la tasa de paro de equilibrio depende de sus valores pasados, de forma que el desempleo será alto en *t* por el mero hecho de que era alto en *t–1*. Así, una disminución del nivel de desempleo en *t* contribuiría a reducir el desempleo en *t+1* y posteriores períodos, es decir, reduciría el desempleo de manera permanente. Unas *altas y persistentes* tasas de desempleo pueden ser síntoma de histéresis. Las 3 causas de la histéresis son:
6. Dualidad del mercado de trabajo en forma de insiders-outsiders
7. Desempleo de larga duración.
8. Disminución de la capacidad productiva (i.e. del stock de capital instalado).

La importancia de identificar el fenómeno de histéresis radica en que, en su presencia, las *políticas de demanda* sí son efectivas en el largo plazo.

* 1. **MERCADO DE CAPITALES**
* **Físico**. Indicadores no comunes. Además, el análisis de la productividad del trabajo puede incorporar ya parte de su análisis (p.ej. tecnologías de la información y la comunicación).
* **Financiero**. Su adecuado funcionamiento es vital.
  + *Diferentes fuentes de financiación*:
  1. *Crédito bancario*: fundamental para pymes y hogares.
  2. *Valores (bonos y acciones)*: empresas más grandes.
  3. *Capital riesgo*: importante para start-ups.
  4. *Banca pública*.
  + *Innovación financiera*. Si se aprecia una fuerte innovación financiera, la valoración es en principio positiva ya que mejora el menú de alternativas rendimiento-riesgo al que los agentes pueden optar. No obstante, la supervisión debe estar a la altura para minimizar el riesgo de crisis con repercusiones sistémicas.
  + *Desarrollo del mercado financiero*: se analiza a través de los spreads (diferenciales) entre los préstamos y los depósitos.

1. **COMPETITIVIDAD**

* La competitividad se divide en **competitividad-precio** (tipo de cambio efectivo real) y en **competitividad no-precio** (calidad, innovación, etc.).
  1. **COMPETITIVIDAD PRECIO (TCER)**
* La competitividad-precio se analiza a través del **tipo de cambio efectivo real**, que tiene en cuenta los dos elementos con incidencia en la competitividad-precio: la **fortaleza de la moneda** (*E*) y la **“fortaleza” de los precios** (*P*):



* El tipo de cambio directo o continental (que es el que usamos en los temas) aumenta ante una depreciación, y disminuye ante una apreciación. Ése es el que vamos a utilizar en el resto del esquema.
* No obstante, en la coyuntura normalmente nos suelen dar el tipo de cambio con *base 100*, y del tipo americano: si aumenta se está apreciando (lo suelen aclarar en un pie de página).
* **Posible efecto ambiguo**. Una depreciación del tipo de cambio fomentaría la inversión de aquellas empresas cuya producción esté orientada al exterior. Al mismo tiempo, esa depreciación encarece los factores productivos importados y en consecuencia reduce los márgenes de beneficio y con ello los planes de inversión. El que predomine uno u otro dependerá de la vocación exportadora del país, por un lado, y de la dependencia de factores provenientes del exterior (el petróleo tendría aquí un papel relevante). En general, y bajo elasticidades Marshall-Lerner, una depreciación aumenta la contribución de la demanda externa al crecimiento del PIB.
* **Problema**: lo ideal es utilizar el efectivo real, esto es, teniendo en cuenta los precios de la economía y de los socios comerciales (ponderados éstos por los volúmenes de comercio).
* **Factores de los que depende**. El tipo de cambio efectivo real depende, a su vez, del *tipo de cambio nominal* (+), de la *inflación de los socios comerciales* (+), y de la *inflación nacional* (–):

*tcer = e = f( E + | P\* + | P – )*

Vamos a centrarnos en los factores a la evolución de los precios nacionales, es decir, a la **inflación nacional** (ya que, por un lado, el tipo de cambio nominal sigue un *random walk*, y por otro, desconocemos los precios extranjeros).

**Inflación nacional**

* Para países desarrollados, se admite un 2-3% de inflación; para PED, 4-6%.
* **Diferentes índices**:
  + *Tasa de variación del Índice de Precios al Consumo (γ IPC)* –si es armonizado, IPCA–.
    - Es el mejor índice de la variación del coste de la vida y, por tanto, el más adecuado para deflactar los valores nominales que afecten a las decisiones de los *hogares*.
    - Incluye los bienes y servicios importados.
  + *Tasa de variación del deflactor del PIB*.

*DeflactorPIB = PIBnom / PIBreal*

*γ DeflactorPIB = γ PIBnom* – *γ PIBreal*

* + - Es el mejor índice de la variación de precios de todos los productos y servicios *producidos en el interior* de una economía y, por tanto, el más adecuado para deflactar las variables nominales que no afecten a los hogares.
    - Incluye los bienes y servicios exportados, pero excluye los importados.
  + *Inflación subyacente*: elimina las variaciones de los productos más volátiles (productos energéticos y alimentos no elaborados). Refleja el *curso esperable de la inflación*, y permite ver si existen *efectos de segunda ronda*.
  + *Variaciones de otros deflactores*.
    - Por sectores.
    - De *X* e *M*.
    - Factores que influyen en el precio (CLUs, EBE, impuestos).
  + *Curva de tipos*. Si es creciente, nos puede indicar que hay expectativas de inflación en el futuro.
* **Posibles causas de la inflación**:

*π = f(D + | PM + | E + | πe + | CLUnom + | Pmm.pp. + | EBE + | T + | z ¿ | Convergencia + | BS +)*

* + *Factores de demanda:*
    1. *Tensiones de la demanda* (+). Oferta incapaz de aumentar a la misma velocidad que la demanda. Sobrecalentamiento.
    2. *Factores de política monetaria* (+). Liquidez y velocidad de circulación del dinero. Puede tratarse de inflación importada como consecuencia de un tipo de cambio fijo, de una política fiscal monetizada, etc.
    3. *Devaluación* (+). Una devaluación genera efectos inflacionistas *(ver “efectos de una devaluación como medida para corregir el déficit exterior”).*
    4. *Expectativas de inflación* (+). Efectos de segunda ronda en el mercado de trabajo, expectativas de devaluación, etc. Se reflejaría en una curva de tipos de interés con pendiente positiva (*i = r + πe*).
  + *Factores de oferta*:
    1. *Costes Laborales Unitarios nominales* (+). Si el salario crece por encima de la productividad, ese exceso se traslada a los precios. En efecto, cuando los costes crecen más que la producción, el mark-up se erosiona y el empresario se ve obligado a aumentar los precios.
    2. *Precio de las materias primas* (+). Destacan los hidrocarburos.
    3. *Impuestos* (+). Ante un aumento de los impuestos, las empresas tendrán que aumentar el precio si quieren mantener el mark-up.
    4. *Excedente Bruto de Explotación* (EBE) (+). Un mayor margen bruto de explotación denota mayor poder de mercado, lo que genera presiones inflacionistas.
    5. *Factores estructurales* (¿):

1. Indexación de salarios al IPC.
2. Estructuras sindicales intermedias.
3. NAIRU.
   * 1. *Convergencia del nivel de precios* (+) con el de otros países por motivos de la ley del precio único.
     2. *Efecto Balassa-Samuelson* (+): los precios aumentan más en aquellos países con más bienes comercializables internacionalmente y con más peso del sector servicios.

* **Inflación importada**. Se estará importando inflación si el siguiente diferencial es positivo:

*γ DeflactorPM – γ IPC*

Por el contrario, si el diferencial es negativo, será indicativo de falta de competitividad exterior.

* **Deflación**. Puede darse:
  1. *Por el lado de la demanda*. Mostraría una *demanda insuficiente*. Negativa porque:

1. *Empresas*: no están dispuestas a vender si los precios bajan.
2. *Consumidores*: no están dispuestos a comprar ahora si se entra en deflación, pues creen que los precios van a seguir bajando y esperan.
3. *Deudas*: aumenta el valor de las deudas, perjudicando a las economías endeudadas.
   1. *Por el lado de la oferta*. Mostraría una *mejora tecnológica* que reduce los precios. Podría compensar los efectos negativos propios de la deflación.
   2. **COMPETITIVIDAD NO-PRECIO**

Tiene que ver con la imagen de marca, diferenciación, calidad, etc.

1. **SECTOR EXTERIOR**

* **Balanza de pagos**: registro de todas las transacciones monetarias producidas entre un país y el resto del mundo en un determinado periodo. Es una variable *nominal* (no comparar con variables reales). Está equilibrada a nivel agregado, aunque no tiene por qué estarlo a nivel interno. Estructura:
  1. Cuenta corriente

1. Cuenta de bienes y servicios
2. Cuenta de rentas primarias
3. Cuenta de rentas secundarias
   1. Cuenta de capital
   2. Cuenta financiera
   3. Cuenta de errores y omisiones



* **Convención sobre el signo**. Conforme al VI Manual de la Balanza de Pagos, la estructura de ésta debería ser como la señalada arriba, de forma que un aumento de los *activos* netos de la economía (i.e. salida de capitales) se computa en la cuenta financiera con signo *positivo*, y una *necesidad* de financiación se refleja con un saldo *negativo*.
  + No obstante, se permite también expresarla de esta manera:



de forma que un aumento de los *activos* netos de la economía (i.e. salida de capitales) se computa en la cuenta financiera con signo *negativo*, y una *necesidad* de financiación se refleja con un saldo *positivo*.

* **Sostenibilidad de la necesidad de financiación** (~déficit por cuenta corriente). Un país no puede mantener un déficit por cuenta corriente crónico, ya que la capacidad de endeudamiento de un país tiene un límite. Así, la sostenibilidad de la necesidad de financiación depende de:

*Sostenib. = f(B – | g + | r – | π + | A – | E – | Fin.Int. +)*

* + 1. *Volumen de deuda* (–). Mayor deuda tiende a aumentar los intereses (el problema se sobrealimenta).
    2. *Crecimiento del PIB* (+). De ahí que sea importante el uso que se le dé a los préstamos del exterior (gasto corriente vs. inversión pública).
    3. *Tipos de interés* (–).
    4. *Inflación* (+). Cuanto mayor sea la inflación, menor será el valor real de la deuda. En sentido contrario, una deflación aumenta el valor real de la deuda.
    5. *Absorción interna* (–), entendida como *C+I+G*. Cuanto mayor sea la absorción interna, menores serán los recursos libres para atender al servicio de la deuda.
    6. *Tipo de cambio nominal* (–). Dado que la deuda externa está denominada en moneda extranjera, una depreciación de la moneda (aumento del tipo de cambio nominal) hará más cara la deuda.
    7. *Acceso a la financiación internacional* (+). Si se pierde el acceso, las posibilidades del pago de la deuda quedan limitadas a la producción corriente del período.
* **Proceso de ajuste**.
  + - *Tipo de cambio fijo*: el déficit de la balanza de pagos tiende a desaparecer de una manera automática a través de la financiación del mismo a través de reservas. Es decir, el ajuste se hace vía agregados monetarios.
    - *Tipo de cambio flexible*: el tipo de cambio se convierte en una variable endógena que igualaría en todo momento la oferta y la demanda de divisas, por lo que la balanza de pagos estaría siempre en equilibrio, pues la moneda tendería a depreciarse en una situación de déficit de la balanza de pagos y a apreciarse en caso de superávit. Es decir, el ajuste se hace vía tipo de cambio.
  + **Tipo de cambio fijo**. Con tipo de cambio fijo, una salida de capitales podría generar una crisis cambiaria (agotamiento de las reservas).
  1. **CUENTA CORRIENTE**
* Estructura:

*CC = BC + BS + R1ª + R2ª*

* + Cuenta de bienes y servicios
  + Cuenta de rentas primarias
  + Cuenta de rentas secundarias
* **Saldos** que aportan información sobre la situación de un país frente al exterior:
  + *Saldo comercial*: saldo de la subcuenta de bienes.
  + *Saldo de bienes y servicios*: saldo de la cuenta de bienes y servicios. La terciarización de algunas economías hace necesario recurrir a este indicador en lugar de al anterior.
  + *Saldo de cuenta corriente*: es la diferencia de ingresos y pagos de las cuentas de bienes, servicios y rentas. Expresa si un país ha gastado o no más de lo que su capacidad de renta le permite, por lo que tiene que acudir bien a *reducciones de activos con el exterior* (cuenta de capital, *↑CK*), bien a *préstamos del exterior* (cuenta financiera, *↓CF*).
* **Distintas formas** de expresar el saldo por cuenta corriente:



* Como señala el **enfoque intertemporal**, un déficit por cuenta corriente no tiene por qué considerarse negativo (y, del mismo modo, un superávit no tiene por qué ser preferible). Por tanto, para determinar cuál es el impacto esperado del **déficit** sobre el bienestar de la economía, es importante ir más allá de su saldo y **analizar su composición**:

1. *Producción insuficiente o alta absorción*:



* Un déficit por cuenta corriente puede verse como que el país consume más de lo que produce (bien porque produce poco, bien porque consume mucho).

1. *Poco ahorro nacional o mucha inversión nacional*:



* Un déficit por cuenta corriente puede verse como un insuficiente ahorro nacional (a valorar como algo negativo) o a una excesiva inversión nacional (no necesariamente negativo).

1. *Poco ahorro privado o poco ahorro público*:



* Un déficit por cuenta corriente puede verse como un insuficiente ahorro privado y/o como un insuficiente ahorro público. Permite, pues, ver si el déficit exterior va seguido de un déficit público –déficits gemelos– (a valorar como algo negativo).
* Aquí es importante destacar el *enfoque fiscal de la balanza de pagos*, según la cual la causalidad entre ambos déficits es que el déficit público estimula el déficit por cuenta corriente (y no al revés) a través de 2 vías:

1. ↑ *(G – T), ↑ i,* entran capitales, se aprecia la moneda, se pierde competitividad, ↓ *X*.
2. ↑ *(G – T),* *↑ Y* vía multiplicador, *↑ M*.

* En cuanto a las razones de un **superávit** elevado:
  + 1. *Consumo aletargado*: las rentas de la exportación no se utilizan para consumir e importar bienes, sino que se ahorran.
    2. *Ineficiencia de los mercados financieros* para canalizar ese ahorro hacia actividades productivas.

**Cuenta de bienes y servicios**

De acuerdo al VI Manual de la Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI, la balanza de bienes y la de servicios, anteriormente separadas, pasan a agruparse en una cuenta denominada "cuenta de bienes y servicios", con dos subcuentas, una para cada transacción:

* + **Cuenta de bienes** (también llamada “balanza comercial” o “balanza de mercancías”): registra los pagos y cobros procedentes de las importaciones y exportaciones de bienes tangibles.
  + **Cuenta de servicios**: registra los pagos y cobros derivados de la compraventa de servicios prestados entre los residentes de un país y los residentes de otro, siempre que no sean factores de producción (trabajo y capital) ya que éstos forman parte de las rentas.

1. Ver **evolución**.
2. Mencionar **factores** ya vistos antes.
3. Analizar:
   * *Comercio interindustrial*: se intercambian productos de diferentes industrias o sectores.
   * *Comercio intraindustrial*: se intercambian productos de un mismo sector. Un mayor comercio intraindustrial es indicativo de comercio de productos de medio/alto valor añadido y de diferenciación.
   * *Saldo de las subcuentas*, y ver si se compensan entre sí.
   * *Tasa de cobertura* (*X/M*).
   * *Existencia de aranceles o libre comercio*.

**Cuenta de rentas primarias**

* También conocida como “balanza de servicios factorial” o “renta de factores”, se divide a su vez en rentas del trabajo y de la inversión:
  + **Rentas del trabajo** (remuneraciones a trabajadores): se anotan como *ingresos* las rentas que los residentes reciben por servicios prestados a no residentes, y como *pagos* las rentas que los residentes dan por servicios prestados por no residentes.
  + **Rentas del capital** (remuneraciones a propietarios del capital): se anotan como *ingresos* los intereses que los residentes reciben por los recursos financieros prestados a no residentes y los dividendos que reciben por la posesión de acciones de empresas no residentes, y como *pagos* los intereses que los residentes dan por los recursos financieros prestados por no residentes y los dividendos que las empresas residentes dan a los no residentes poseedores de acciones de dichas empresas residentes. También se incluyen las rentas procedentes de alquileres u otras formas de explotación de inmuebles.

**Cuenta de rentas secundarias**

* También conocida como “cuenta de transferencias corrientes”, recoge las **transacciones sin contrapartida** recibidas o pagadas al exterior (p.ej. donaciones entre gobiernos, remesas, etc.).
* Se anotan como **ingresos** las *entradas* de recursos, y se anotan como **pagos** las *salidas* de recursos.
* **Remesas**: muy importantes para PED. Muy positivas por anticíclicas, estables, destinadas a necesidades humanas, etc.
  1. **CUENTA DE CAPITAL**
* Recoge las transferencias de capital y la compraventa de activos no financieros no producidos (recursos naturales: terrenos, recursos del subsuelo, etc.).
* A veces se obvia por ser poco importante pero debe citarse en el cálculo de la CAP/NEC de financiación: *“La suma de la cuenta corriente y la cuenta de capital determina la capacidad/necesidad de financiación de la economía. Veamos cómo [financia / se financia] esta economía a través de la cuenta financiera”*.
* Se anotan como ingresos las reducciones de activos netos en el exterior (venta de terrenos, etc.).
  1. **CUENTA FINANCIERA**

Registra la variación de los activos y pasivos financieros con el exterior. Un signo positivo significa un aumento del activo, y viceversa, por lo que una posición deudora se identifica con un saldo negativo en la cuenta financiera, y representa una NEC de financiación.

La cuenta financiera nos proporciona mucha información sobre **cómo se financia la necesidad de financiación**.

Mientras que la apertura de la cuenta corriente suele recomendarse en la mayoría de ocasiones, la **apertura de la cuenta financiera** no goza de tal consenso ya que es necesario contar con mercados financieros desarrollados y bien supervisados para que la apertura sea beneficiosa.

Recordar que ante situaciones de incertidumbre pueden darse reversiones súbitas de capitales (especialmente de la inversión en cartera), es decir, **salidas de capitales** de un país ya sea buscando más liquidez (*flight to liquidity*) o más seguridad (*flight to security*). Dichas salidas (y entradas) generan grandes **efectos distorsionadores**.

.

* **C1: Inversión Directa Extranjera (IDE)**. Constituyen fondos a *largo plazo* y de toma de participaciones de *control*.
  + Se puede manifestar a través de *inversiones financieras* (p.ej. compra de acciones) o a través de *inversiones físicas* (p.ej. construcción de una fábrica).
  + La IDE se suele calificar como *positiva* ya que, si son estables, aportan know-how.
  + Tradicionalmente la IDE ha sido Norte-Sur, pero con la irrupción de los BRICs ha aumentado la IDE Sur-Sur en busca de materias primas y de mejor acceso a mercados no maduros.
  + Una salida de capital supone un aumento de los préstamos hechos por la economía (activos) y, por consiguiente, se anotará con signo positivo.
* **C2: Inversión en Cartera (IC)**. Se trata de valores (acciones, bonos, etc.). Su objetivo no es la toma de control ni la inversión a largo plazo, sino la *especulación*.
  + En principio son *positivas*, pero se pueden volver peligrosas si hay una reversión súbita de capitales.
  + Los **principales factores** que afectan tanto a la *IDE* como a la *IC* son:

1. *Diferencial de tipos de interés* (+)
2. *Perspectivas del cuadro macroeconómico* (+)
3. *Clima para capitales extranjeros* (+)
   * De nuevo, una salida de capital supone un aumento de los préstamos hechos por la economía (activos) y, por consiguiente, se anotará con signo positivo.
   * Nótese que si un año tenemos una inversión en cartera de, sigamos, un -3% sobre el PIB, eso no quiere decir que los capitales totales extranjeros en esa economía sean el 3% del PIB, sino que ese año han entrado capitales (netos) por valor de un 3% del PIB. Y es que todas las variables de la balanza de pagos son variables flujo.

* **C3: otras inversiones**. Constituyen fondos movilizados a través de depósitos, de préstamos a largo plazo, etc.
* **C4: instrumentos financieros derivados**.
* **C5: variación de reservas**.
  + Forma parte de la cuenta financiera y actúa como mecanismo de cierre.
  + Un país con déficit corriente y de capital (signo negativo) puede ser emisor neto de inversión directa y en cartera (signo positivo) siempre que las salidas de reservas financien aquel déficit (signo negativo). Una entrada de reservas significa mayores activos frente al exterior, por lo que se anota con signo positivo.
  + En principio, las variaciones de las reservas en regímenes flexibles deben ser moderadas, indicando que es el tipo de cambio el que actúa como mecanismo de ajuste. Grandes variaciones en las reservas reflejarían bien que existe intervención por parte de las autoridades (debe estar corroborado con escasos movimientos en el tipo de cambio) o que existen presiones de los mercados sobre el tipo de cambio (crisis cambiaria).
  + Analizar la evolución. Algunos autores apuntan que lo prudente es mantener un nivel de reservas al menos equivalente a 3 meses de importaciones (otros, incluso, aconsejan más).

1. **POLÍTICA ECONÓMICA**

La política económica busca:

1. Alcanzar altas tasas de crecimiento…
2. … que sean sostenibles.
3. Y amortiguar el impacto de los ciclos.
   1. **POLÍTICAS DE DEMANDA**

* En general, las políticas de demanda se van a utilizar para **amortiguar el impacto de los ciclos**, ya que se ha demostrado que, salvo raras actuaciones, no son capaces de afectar a los niveles de producción y de empleo de equilibrio (ese papel se reserva a las *políticas de oferta*).

**Política monetaria**

* En la actualidad existe cierto consenso sobre la **poca eficacia** de la **política monetaria** para alterar a **largo plazo** el nivel de actividad económica, de manera que el papel básico que se le asigna hoy a los bancos centrales es el de **controlar de la inflación**, con ciertas atribuciones de estabilidad del output a corto plazo y del sistema financiero.
* **Desequilibrios**. Ver si existe algún desequilibrio claro:

1. *Inflación*.
2. *Condiciones de liquidez* (agregado monetarios, liquidez, etc.).
3. *Liquidity crunch*: no hay préstamos en el mercado interbancario por racionamiento ante incertidumbre. Se puede ver en los picos de los tipos de interés *interbancarios* no motivados por decisiones de política monetaria.
4. *Monetización del déficit público*.

* **Instrumentación**. Ver cómo se instrumenta la política monetaria. Puede ser a través de los *tipos de interés* (lo normal en países en desarrollo) o a través de los *agregados monetarios* (países en vías de desarrollo).
* Distintos tipos de interés:
* *Tipo de interés básico o de intervención*: tipo al que el banco central interviene en el mercado interbancario para controlar la liquidez día a día.
* *Tipo de interés interbancario*: tipo al que los bancos se prestan entre sí a muy corto plazo.
* *Tipos de interés a corto plazo*: tipos de interés cargados por efectos financieros con un vencimiento de hasta doce meses. Están determinados fundamentalmente por la intervención del banco central, aunque también influyen las expectativas y solvencia.
* El *tipo de interés básico o de intervención* nos señala el signo de la política monetaria aplicada; serviría igualmente el tipo de *interés interbancario*, ligeramente superior por el riesgo adicional de préstamo.
* **Tono/ Orientación**: ver si los tipos nominales suben o bajan. Se observa con los tipos nominales a corto (pues son los que están bajo control directo de las autoridades monetarias). Puede ser:

1. *Expansiva*: los tipos bajan mucho.
2. *Contractiva*: los tipos suben mucho.
3. *Acomodante*: algo intermedio.

* Normalmente asociamos un aumento del tipo de interés con una política monetaria más restrictiva. Sin embargo, esto no tiene por qué ser así. Por ejemplo, supongamos que el banco central sube los tipos porque existen presiones inflacionistas. Este movimiento podría ser, en realidad, una respuesta acomodaticia si la subida de tipos nominales es inferior al aumento de las expectativas de inflación, pues dejaría los tipos de interés reales (que son los relevantes para las decisiones de gasto) a un tipo más bajo que el inicial, en lugar de, no ya mantenerlos, sino aumentarlos para contrarrestar las presiones inflacionistas. De ahí que, en puridad, para valorar el tono de la política monetaria deberíamos fijarnos en el tipo de interés *real* que el banco central está consistiendo.
* **Procíclica/ contracíclica**: ver si los tipos nominales suben o bajan *en relación al PIB*. La mayoría de estudios calculan que los efectos de la política monetaria entran en juego entre 1 y 2 años después de la implementación de las medidas, por lo que podría ocurrir que una política monetaria diseñada como contracíclica surgiera efectos ya con la economía en expansión, volviéndose, pues, procíclica.
* **Objetivo**. Ver el objetivo de la política monetaria. Puede ser:

1. *Aumento del empleo*. Con la crisis, las autoridades han llevado a cabo medidas más heterodoxas con el objetivo de reactivar la economía.
2. *Control de la inflación*. Ortodoxia teórica.
3. *Mantenimiento del tipo de cambio fijo.*

* **Eficacia**.
  + En última instancia, la eficacia depende del objetivo que se busque. Si el país dispone de un tipo de cambio fijo, entonces el conocido como *“trilema de la política monetaria”* le obliga a elegir entre disponer de una política monetaria autónoma y permitir los movimientos de capitales.
* **Aumento de la masa monetaria**. Si, ante un aumento de la base monetaria (*M0*), la oferta monetaria (*M1*) crece a una tasa inferior, eso se debe a que ha aumentado la proporción de saldos reales que mantienen los agentes (*e*) y/o la ratio de reservas (*q*):



**Política fiscal**

* En la actualidad existe cierto **consenso** acerca de la **inefectividad** de una **política fiscal expansiva** para alterar los niveles de producción y empleo de **largo plazo**. Por ello, la gran mayoría de economistas pide seguir una **política fiscal neutral**, esto es, que se deje jugar a los estabilizadores automáticos, de forma que se generen superávits durante las expansiones y déficits durante las recesiones (i.e. el déficit sería contracíclico, de manera que el papel de la deuda pública sería el de absorber los shocks que golpean a la economía). Sólo en situaciones de **grave recesión o sobrecalentamiento** debería el Gobierno implementar una **política fiscal discrecional contracíclica** en el **corto plazo**.
* Recuérdese, no obstante, que en presencia de *histéresis* una política fiscal expansiva que disminuya el desempleo sí puede afectar a los niveles de producción y de empleo de equilibrio.
* El gasto público se puede **dividir** en:

1. *Gasto corriente*: remuneración a los empleados, subsidios, Seguridad Social e intereses de la deuda.
2. *Gasto de capital*: inversión fija en infraestructuras y viviendas.

* **Variables**.

1. *Saldo público*: diferencia entre los ingresos y los gastos totales corrientes de las autoridades. Refleja únicamente en qué medida el Sector Público acude a otros sectores para financiar su actividad.
2. *Saldo primario*: saldo público neto de intereses de deuda pública. Indica en qué medida los gastos por intereses están presionando el déficit total al alza: un déficit público total acompañado de un superávit primario muestra que la necesidad de financiación de esta economía se explica por el ingente servicio de la deuda.
3. *Saldo estructural / saldo cíclicamente ajustado*: ingresos estructurales menos gastos estructurales. No contabiliza factores cíclicos cubiertos mediante estabilizadores automáticos.

* Así, por ejemplo, si en un año una economía presenta un saldo global de -3,5% y un saldo estructural de -5,0%, los estabilizadores automáticos habrán contribuido positivamente un 1,5% al saldo.

1. *Saldo primario cíclicamente ajustado*: es el mejor indicador de la política discrecional ejecutada.

* **Tono/ Orientación**: ver si el saldo aumenta o disminuye.
  + - *Expansiva*(el saldo se vuelve más deficitario o menos superavitario) o *contractiva* (viceversa).
* **Procíclica/ contracíclica**: ver si el saldo aumenta o disminuye en relación al PIB.
  + - Aquí pueden entrar en juego muchos matices. Por ejemplo, imaginemos una economía que crece, y que pasa de un saldo primario estructural del -6% al -5,5%. Según el análisis anterior, esta economía estaría siguiendo una economía fiscal contracíclica, pues disminuye el saldo público cuando la economía está creciendo. Sin embargo, es difícil sostener que está siguiendo una economía fiscal contracíclica cuando está en unos niveles de déficit del 5,5% y, además, sólo lo ha reducido 0,5 puntos respecto al año anterior.
* **Análisis pormenorizado de**:

1. *Ingresos*. Un posible déficit puede provenir de una insuficiente capacidad recaudatoria, lo que obligaría a recomendar reformas en el sistema fiscal.
2. *Gastos*. El destino del gasto público es una cuestión importante a valorar (p.ej. invertir en infraestructuras puede ser aconsejable). Los países desarrollados tienen una ratio de gasto público sobre PIB de entre el 35 y el 50%, mientras que esta ratio es inferior en los países en vías de desarrollo.
3. *Estabilizadores automáticos*. La manera de evaluar la efectividad de los estabilizadores automáticos es comparar el saldo público y el saldo estructural, de forma que si tienen exactamente el mismo saldo, los estabilizadores automáticos no estarían funcionando.

* Así, en una fase expansiva del ciclo (atendiendo, a ser posible, al output gap), los estabilizadores automáticos funcionarán correctamente si el saldo público es mayor que el saldo estructural.
* En fase recesiva o de desaceleración del ciclo (atendiendo, de nuevo, al output gap), los estabilizadores automáticos funcionarán correctamente si el saldo público es menor que el saldo estructural.
* Ejemplo: si el saldo público y el saldo estructural son iguales, entonces podemos estar seguros de que los estabilizadores automáticos no funcionan. Lo que no sabremos es si el saldo es íntegramente discrecional o se dedica íntegramente al servicio de la deuda. Para ello necesitaríamos saber el saldo primario (que si tiene el mismo valor que el saldo público entonces significaría que toda la política fiscal es discrecional) o el saldo primario estructural (que si es nulo entonces significaría que toda la política fiscal es servicio de deuda).

1. *Saldos de las Administraciones públicas*. Consolidado vs. Central vs. Regiones.

* **Sostenibilidad del déficit público**. Diremos que el déficit es sostenible cuando la política económica (fiscal y monetaria) que lo genera se puede mantener indefinidamente en el tiempo, esto es, cuando permite alcanzar una ratio constante de deuda pública / PIB. De ahí que esta ratio constituya un importante determinante del riesgo-país.
* Suponemos que el Gobierno no puede emitir dinero (porque, por ejemplo, la política monetaria ha sido delegada en una autoridad independiente). Para que el déficit sea sostenible, se tiene que cumplir la siguiente ecuación derivada de la restricción presupuestaria intertemporal del Gobierno:



* Es decir, el superávit primario al final del período *t* tiene que ser igual al coste efectivo de la deuda ajustado por la tasa de crecimiento del PIB. La intuición del coste efectivo de la deuda ajustado por la tasa de crecimiento del PIB es sencilla: según la economía crece, la deuda disminuye como razón del PIB y por ello ajustamos a la baja el coste efectivo de la misma. O dicho de otra manera: el crecimiento del PIB “paga” parte de la deuda como razón del PIB.
* Por lo tanto, un país tendrá más margen para incurrir en déficit cuanto:



* *Mayor* sea su tasa de *crecimiento económico* (de ahí la importancia del destino que se le dé a esos fondos).
* *Menor* sea el *tipo de interés nominal* que paga por su deuda (de ahí la importancia de generar confianza en los mercados de capitales).
* *Mayor* sea la *tasa de inflación* (de ahí que el banco central deba permitir ciertos niveles de inflación saludables).
* *Menor* sea la *ratio* deuda pública / PIB.
* Esto explica, en parte, por qué las economías en desarrollo suelen tener menores niveles de deuda que las economías desarrolladas: dado un déficit primario y una tasa de crecimiento del PIB, las economías que se enfrentan a un mayor tipo de interés necesitan tener niveles de deuda / PIB inferiores.
* No obstante, en la coyuntura no vamos a disponer de todos los datos:
* Aunque sí vamos a disponer de la ratio deuda pública bruta / PIB, no nos van a facilitar el dato de la ratio activos brutos / PIB (ni tampoco los rendimientos que el Gobierno obtiene por sus activos: reservas de divisas, reservas de oro, depósitos del Gobierno, préstamos hechos por el Gobierno, fondos de reserva, etc.). Dejar claro, pues, que estamos haciendo el ejercicio con la deuda *bruta*, pero que debería hacerse con la deuda *neta* (esto es, descontados los activos del Gobierno y los rendimientos que obtiene por ellos).
* Tampoco vamos a disponer del tipo de interés nominal medio de la deuda viva, sino únicamente el tipo de interés nominal a corto plazo (que representa, aproximadamente, el coste de la deuda de nueva emisión a corto plazo –por ejemplo, 6 meses–). De nuevo, dejar claro que estamos haciendo el ejercicio con el tipo de interés nominal disponible, pero que debería hacerse con el tipo de interés nominal medio del stock de deuda viva.
* **Posibles efectos no keynesianos de la política fiscal**: ante las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, una consolidación fiscal (i.e. política fiscal restrictiva) hoy, podría despejar dicha incertidumbre y generar confianza sobre el futuro, de manera que los agentes confíen en una futura recuperación de la economía que les anime a desahorrar y consumir hoy. El razonamiento anterior es tanto como suponer un *multiplicador keynesiano negativo*.

**Policy mix**

Hay que ver si la combinación de las políticas fiscal y monetaria es coherente (ambas contractivas o expansivas).

* 1. **POLÍTICAS DE OFERTA**
* Suelen implicar **reformas estructurales** y buscan aumentar las posibilidades de **crecimiento a largo plazo**.
* Políticas de oferta:
  + - * 1. **Políticas destinadas a fomentar el progreso tecnológico**:
* Promoción de la I+D (mediante ayudas directas, desgravaciones, fomento de la colaboración universidad-empresa para focalizar los proyectos de investigación y facilitar el flujo de información).
* Promoción de las plataformas de capital-riesgo (*business angels*, *venture capital*, etc.).
  + - * 1. **Políticas destinadas a aumentar la capacidad productiva** (el stock de capital):
* Incentivos fiscales a la inversión.
* Estabilidad macroeconómica.
* Infraestructuras que vertebren el mercado y faciliten la circulación de mercancías.
  + - * 1. **Políticas destinadas a mejorar el mercado de trabajo**:

1. *Paro clásico* (originado por salarios reales demasiado altos para la productividad del trabajo –lo que se detecta con CLUs que crecen mucho y de manera sistemática–). Se trata de políticas que flexibilicen el salario real y/o que aumenten la productividad de los trabajadores:

* *Flexibilización de salarios*:
* Acabar con la dualidad del mercado laboral (p.ej. reconducir el poder de los sindicatos para que en sus reivindicaciones tengan también en cuenta a los desempleados, reducción de los costes de contratación y de despido).
* Indexar los salarios a la productividad en lugar de al nivel de precios.
* Repensar el salario mínimo (p.ej., disminuirlo o prever varios en función de la productividad de cada industria).
* Descentralizar la negociación colectiva.
* *Aumento de la productividad del trabajo*:
* Subvencionar la formación en el seno de las empresas.
* Adecuar los planes de estudio a las necesidades del mercado laboral (más carreras técnicas, desarrollo de la formación dual).
* Asociar parte del salario al resultado de la empresa (p.ej. repartir una parte de los beneficios empresariales entre los trabajadores –*profit sharing*–).
* Progreso tecnológico *(ya explicado antes)*.
* Fomento de la capacidad productiva *(ya explicado antes)*.

1. *Paro keynesiano*: (originado por una demanda agregada insuficiente –se detecta por un consumo privado anémico–). Habría que desarrollar políticas de demanda expansivas: reducción del IRPF, aumento de las transferencias.
2. *Paro friccional* (originado por una falta de casamiento automático entre la oferta y la demanda de trabajo –lo que se detecta con una curva de Beveridge alejada del origen–. Se trata de políticas que aumenten la eficiencia de la búsqueda:

* Adecuación de los planes de estudios a las necesidades del mercado laboral.
* Fomento del alquiler para aumentar la movilidad geográfica.
* Colaboración público-privada de los servicios de empleo públicos.

1. *Paro de larga duración*. Se trata de un fenómeno que se retroalimenta con facilidad: cuanto más tiempo se esté fuera del mercado laboral, más difícil será volver a él –pérdida de cualificación, señal negativa, desmotivación–. Por eso es necesario poner en marcha planes de choque para priorizar este colectivo:

* Incentivos fiscales para su contratación.
* Programas de formación para reciclar las capacidades de estos trabajadores.
  + - * 1. **Políticas destinadas a aumentar la competencia**:
* Liberalización de sectores.
* Eliminación de barreras para el comercio interior e internacional.
* Política de defensa de la competencia.
* Cambiar subsidios sectoriales por transversales (internacionalización, I+D, protección del medio ambiente).

1. **CONCLUSIÓN Y RECOMENDACIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA**

* Hay que ver **qué va bien**, y **qué hay que cambiar** y **cómo**.

*“A la luz de los datos, las principales fortalezas de la economía son… A su vez, los mayores riesgos que amenazan a la economía son…”*

* Nunca ser tajante/extremo o demasiado preciso (p.ej.: *“Parece necesaria una consolidación fiscal pero sin que resulte excesiva para no lastrar el crecimiento/recuperación”*).
* **Recomendaciones a desequilibrios habituales**:

1. *Débil crecimiento/recesión*: política monetaria y política fiscal expansivas en el corto plazo mientras se gana tiempo para que comiencen a surtir efecto las reformas estructurales (aunque quizás lo primero no es posible si existe necesidad de consolidación fiscal).
2. *Consumo interno anémico*: reforma fiscal encaminada a redistribuir la renta (clases medias y bajas tienen una mayor propensión media al consumo), incentivar el reparto de dividendos si existe un excesivo ahorro empresarial, disminuir el déficit público si existe miedo de los hogares a un incremento de los impuestos futuros, etc.
3. *Inflación y sobrecalentamiento*: política monetaria contractiva (con banco central independiente y política fiscal acorde –i.e. no monetización del déficit–), política fiscal contractiva (aumento de los impuestos y disminución del gasto público), liberalización de mercados para aumentar la competencia en los mismos, diversificar fuentes energéticas si existe excesiva dependencia energética, dejar apreciar el tipo de cambio nominal si hay excesivos inflows (y sopesar control de entrada de capitales con carácter excepcional y temporal), etc.
4. *Mercado de trabajo deficiente* *(mirar “Políticas de oferta”)*.
5. *Déficit público y deuda pública*: corresponsabilidad fiscal uniendo en un estado descentralizado las competencias de ingreso y gasto, lucha contra el fraude, eliminar gasto inefectivo (p.ej. subvenciones por combustible), techo de gasto, reformas estructurales (p.ej. en sanidad y pensiones), etc.
6. *Déficit por cuenta corriente y deuda externa*:

* *Si causada por déficits gemelos*: política monetaria y política fiscal contractivas.
* *Si causada por falta de competitividad-precio:* liberalización de sectores, aumentar flexibilidad en mercado laboral.
* *Si causada por falta de competitividad-no precio*: marco adecuado para invertir en I+D y capital humano, inversión en educación e infraestructuras, promoción comercial (diversificación de la base exportadora e internacionalización de las empresas).
* *Si causada por inflows de capital (posiblemente causados a su vez por déficit en cuenta corriente):* política monetaria y política fiscal contractivas, dejar apreciar el tipo de cambio nominal, plantearse posibilidad de controles temporales y excepcionales a la entrada de capitales (impuestos, restricciones a las operaciones de SWAPs con no residentes, etc.)
* **Efectos de una devaluación como medida para corregir el déficit exterior:**
* Efectos positivos:
  1. *Mejora del déficit exterior en el medio-largo plazo* (suponiendo que se dan elasticidades Marshall-Lerner: |εx| + |εm| > 1, ó dicho de otra manera, que las demandas de exportaciones e importaciones sean muy sensibles al tipo de cambio).
* Efectos negativos:

1. *Empeoramiento del déficit exterior en el corto plazo* (efecto J). Si un país devalúa su moneda, en un principio el precio de las importaciones habrá aumentado (la moneda nacional ahora puede comprar menos moneda extranjera), pero el precio de las exportaciones se mantendrá todavía constante debido a la existencia de contratos, por lo que se producirá un empeoramiento de la balanza comercial. Con el tiempo, los volúmenes y precios se irán ajustando, contribuyendo a una mejora de la balanza comercial.
2. *Posible empeoramiento del déficit exterior incluso en el medio-largo plazo* si:
3. Se mantiene un alto volumen de comercio con socios con quienes se comparte un tipo de cambio fijo (p.ej. UEM).
4. El *pass-through* es bajo, es decir, si los exportadores no trasladan la devaluación a los precios. El *pass-through* será menor cuanto mayor sea el poder de mercado de las empresas y cuanto más temporal se considere (las empresas no se molestan en incurrir en costes de menú).
5. La inflación es tan alta que, a pesar de la devaluación del tipo de cambio nominal, se produce una apreciación del tipo de cambio real (reducción de la competitividad-precio).
6. *Inflación*: *i)* aumento del precio doméstico de las importaciones, que contribuye al aumento del nivel general de precios; *ii)* el aumento del precio de las importaciones atenúa la competencia internacional, y a menor competencia, mayores precios; *iii)* generación de una espiral inflacionista, pues si aumenta el precio de los inputs importados, aumentarán los costes de producción y, por tanto, también los bienes nacionales. Así, aumentarán los salarios (bien vía indexación, bien vía demanda salarial), creciendo de nuevo los costes de producción y los precios nacionales. La inflación produce una pérdida de competitividad, lo que genera una nueva devaluación.

Este efecto inflacionista dependerá, a su vez, de 4 factores:

1. Apertura de la economía (+). La inflación será mayor (y, por lo tanto, menor será la ganancia de competitividad con una devaluación) cuanto mayor sea el grado de apertura de la economía, ya que con mayor apertura: *i)* mayor será el peso de los productos importados, y *ii)* mayor será el peso de los productos comercializables.
2. Flexibilidad de precios (+).
3. Indexación de los salarios a los precios (+).
4. Exceso de demanda de trabajo (+).
5. *Aumento del coste de la deuda externa* denominada en moneda extranjera (elevada en países en desarrollo –‘pecado original’–).
6. *Paro friccional*: la depreciación del tipo de cambio nominal incentiva el movimiento de trabajadores del sector importador al sector exportador (pues al disminuir sus precios respecto al extranjero, aumentará sus ventas, requiriendo más mano de obra).
7. *Aumento o disminución del empleo*, en función de si el país es intensivo en mano de obra o en capital, respectivamente (p.ej. en países importadores de capital, al encarecerse la maquinaria extranjera, las empresas sustituirán capital por trabajo, aumentando el empleo).
8. *Rigidez en el sistema financiero*. El objetivo es lograr un sistema financiero que logre efectivamente canalizar el ahorro hacia actividades de inversión. Para ello, se requiere una gran cantidad de activos disponibles (que se ajusten a las preferencias de los inversores), un gran número de operaciones que dote de liquidez al sistema, y una completa supervisión del mercado financiero en su totalidad que asegure a los inversores y ahorradores ante los posibles riesgos existentes.
9. *Estructura sectorial desequilibrada de la economía*. Medidas encaminadas a reducir la excesiva dependencia de un sector.

* Hacer una **valoración final con una frase adecuada y concisa** que resuma la coyuntura económica del país.