

INVESTIGACIÓN AL DÍA

Una revisión de la investigación reciente conducida en el Banco Central de Chile



En el presente número de Investigación al Día analizamos los siguientes temas que han sido abordados recientemente en el Banco Central de Chile (BCCh):

- La evolución reciente de la tasa de desempleo en Chile
- El traspaso de tipo de cambio nominal a precios desagregados
- Determinantes no financieros de los *spreads* de bonos soberanos

TRANSICIONES LABORALES Y LA TASA DE DESEMPLEO EN CHILE

A pesar del bajo ritmo de expansión mostrado por la economía chilena, la tasa de desempleo ha permanecido relativamente baja, al menos desde una perspectiva histórica. Esta aparente disonancia entre dos variables claves del ciclo económico ha sido motivo de debate y sorpresa; sin embargo, una mirada detallada a la evolución histórica del mercado laboral muestra un cuadro que dista de ser anómalo. Esta es la conclusión a la que llegan el consejero del BCCh, Mario Marcel, y el Gerente de la División Estudios, Alberto Naudon, en el trabajo “Transiciones Laborales y la Tasa de Desempleo en Chile”¹, donde analizan dos aspectos claves de los microdatos de la Encuesta Nacional de Empleo del INE del período 1996 – 2016: (a) la evolución de las probabilidades de transición entre estados laborales y (b) los cambios demográficos que han caracterizado a Chile estos años.

Respecto del primero, una misma tasa de desocupación puede resultar de diferentes combinaciones de entradas y salidas de la fuerza de trabajo, contrataciones y despidos, de modo que para entender su dinámica es necesario analizar los flujos que la determinan. En el caso de Chile,

los datos muestran que la tasa de desempleo solo muestra aumentos abruptos cuando los flujos de destrucción de empleo aumentan fuertemente, situación propia de periodos recesivos y no de desaceleraciones más bien graduales como la observada en el último tiempo. Así, el ajuste gradual que ha tenido la tasa de desempleo en los últimos años no es incoherente con su comportamiento histórico.

Respecto del segundo, los datos muestran que distintos grupos de la población tienen diferentes formas de inserción en el mercado laboral, las que a su vez determinan su comportamiento cíclico y tendencial. En efecto, la relación de un joven, un hombre de edad media, una mujer o un adulto mayor con el mundo del trabajo suele diferir significativamente debido a sus necesidades económicas, sus alternativas al empleo asalariado, las regulaciones laborales que se les aplican y su capital humano y social. De esta manera, como el peso de estos grupos en la fuerza de trabajo ha cambiado en el tiempo, es esperable que tanto la reacción de la tasa de desempleo a un cambio en el ciclo económico como su valor de largo plazo también se hayan modificado.

¹ Documento de Trabajo N° 787, Banco Central de Chile, agosto 2016.

En particular, los datos analizados en este trabajo muestran que los mayores de 55 años han aumentado significativamente su importancia en la fuerza de trabajo, al tiempo que la de los menores de 25 ha disminuido, introduciendo una tendencia a la baja en la tasa de desempleo, toda vez que el desempleo de los jóvenes es varias veces mayor que el de los adultos. Adicionalmente, los datos señalan que los hombres de entre 25 y 54 años, segmento muchas veces descrito como “fuerza de trabajo primaria”, también ha ido perdiendo peso relativo, por lo que, dado que este grupo se caracteriza por tener un mayor apego al mercado laboral y un comportamiento más predecible (por ejemplo, son menos proclives a aceptar empleos menos formales y

a transitar desde y hacia la inactividad) no es extraño observar un comportamiento algo más “atípico” de la tasa de desempleo agregada. Curiosamente, la tasa de desempleo de los hombres entre 25 y 54 años ha aumentado más que la de otros grupos, lo que muestra que la informalidad y los flujos desde y hacia la fuerza de trabajo tienen un rol menor a la hora de atenuar el deterioro del mercado laboral en este segmento.

Un corolario de estos resultados es que la tasa agregada de desempleo tiene claras limitaciones como medida del estado cíclico del mercado laboral, de modo que es necesario ampliar el espectro de indicadores que se utilizan para describir su evolución.

TRASPASO DEL TIPO DE CAMBIO NOMINAL A PRECIOS DESAGREGADOS

Una cuestión central para el manejo de la política monetaria en economías abiertas a flujos de bienes y servicios es entender la relación entre los movimientos del tipo de cambio nominal y el comportamiento de los precios locales. En particular, entender en qué medida, y a través de qué mecanismos, las variaciones del tipo de cambio nominal se traspasan a inflación. La literatura del coeficiente de traspaso de tipo de cambio nominal a precios locales para la economía chilena ha centrado su análisis casi exclusivamente en el índice de precios al consumidor (IPC), no siendo posible determinar si existen diferencias en el nivel de traspaso a nivel desagregado. Pocos trabajos han explorado el traspaso a precios locales con algún grado de desagregación para Chile.

Los economistas del BCCh Gabriela Contreras y Francisco Pinto, en su trabajo “Traspaso de Tipo de Cambio a Inflación por Subclases para Chile”², presentan nueva evidencia para Chile, analizando el coeficiente de traspaso de tipo de cambio nominal a 131 índices desagregados del IPC.

Los resultados muestran que, para el período 2000-2015, el promedio ponderado de los coeficientes de traspaso a un año es de 0,15. Esto significa que un aumento inesperado de 10% en el tipo de cambio peso-dólar genera en promedio un alza de 1,5% en el IPC al cabo de 12 meses. Sin embargo, si se excluyen las categorías de energía y alimentos, el traspaso es menor (0,11). Además, existen diferencias significativas entre las respuestas a un año de bienes y de servicios: mientras sectores como energía o vestuario tienen traspasos superiores al promedio, sectores de servicios como salud o educación obtienen coeficientes de traspaso muy bajos.

Una interpretación natural para ello radica en la distinta importancia que tienen los componentes importados para distintas categorías. Los autores concluyen que existe una relación positiva y significativa entre los coeficientes de traspaso estimados para los 131 subíndices del IPC y la importancia que tienen los componentes importados (tanto en bienes de consumo final como en insumos) para distintas categorías.

^{2/} Economía Chilena, volumen 19 N° 2, agosto 2016.

ACERCA DE LOS DETERMINANTES NO FINANCIEROS DE LOS *SPREADS* DE BONOS SOBERANOS

Los *spreads* soberanos reflejan dos tipos de riesgo de no pago: un riesgo de no pago económico (esto es, cuando un gobierno se ve imposibilitado a hacer frente a sus obligaciones debido a una crisis económica mayor) y otro estratégico (dado que un gobierno puede repudiar su deuda, gracias a su privilegio soberano). La información extrafinanciera de un país reduce el riesgo de no pago estratégico, en la medida en que refleja un buen compromiso de repago.

El trabajo de la economista del BCCh Paula Margaretic, escrito en conjunto con Florian Berg de la Universidad Paris-Dauphine y Sébastien Pouget de Toulouse School of Economics, titulado “Sovereign Bond Spreads and Extra-Financial Performance: An Empirical Analysis of Emerging Markets”³, estudia el impacto de la información extrafinanciera en los *spreads* de los bonos soberanos que forman parte del Índice Global de Bonos de Mercados Emergentes del JPMorgan, durante el periodo 2001-2010.

Para la estimación se utiliza un método generalizado de momentos para relacionar los *spreads* de los bonos soberanos con información extrafinanciera y otras variables de control. Como información extrafinanciera se considera un índice de desempeño ambiental que construye la Universidad de Yale, el índice de desempeño social o de desarrollo humano y el de gobernanza, ambos del Banco Mundial. El índice de desempeño ambiental refleja qué tan bien los países hacen uso de sus recursos naturales (acceso al agua, biodiversidad, etc.), mientras el índice social es una medida del logro promedio de los países en dimensiones claves del desarrollo humano (tales como tasa de alfabetismo o ratio de matriculación escolar). Por su parte, el índice de gobernanza cubre aspectos como la efectividad del gobierno, el respeto de las leyes, el control de la corrupción, la estabilidad política, la no violencia y la libertad de expresión, asociación y voto. Como controles adicionales, se incluyen variables macroeconómicas

(medidas a través del crecimiento del Producto Interno Bruto y la deuda pública), así como variables que capturan las características técnicas de los bonos (convexidad, duración, liquidez). Como robustez, en reemplazo de las variables macroeconómicas del país, se incluye la calificación crediticia de los países emitida por Fitch.

Se encuentra que el costo de capital promedio para las economías consideradas se reduce cuando el desempeño ambiental, social y/o de gobernabilidad mejora. Más aún, la evidencia sugiere un efecto dual de los factores ambientales, sociales y de gobernanza. Por un lado, el indicador de gobernanza está negativamente relacionado con los *spreads* de bonos soberanos contemporáneos. Por otro, los factores ambientales y sociales se encuentran positivamente vinculados con los *spreads* de bonos soberanos contemporáneos y negativamente asociados con los *spreads* futuros.

Los autores concluyen de estos resultados que se requiere de cierto tiempo para que un cambio en el desempeño ambiental y social de un país sea incorporado por los mercados financieros, lo cual resultaría razonable cuando se tiene en cuenta que el impacto de reformas ambientales y/o sociales es de largo plazo. Asimismo, la relación directa entre los factores ambientales y/o sociales y los *spreads* soberanos contemporáneos podría estar indicando que inicialmente los mercados financieros sobreenfatizan el costo de dichas políticas públicas.

Adicionalmente, la evidencia sobre el factor de gobernanza parecería estar confirmando que este indicador es una fuente de información comúnmente utilizada en los mercados financieros, tal como lo refleja, por ejemplo, la documentación de los modelos utilizados por las clasificadoras de riesgo para calificar la calidad crediticia de las obligaciones soberanas emitidas por los distintos países.

³/ Documento de Trabajo N° 789, Banco Central de Chile, abril 2016.