

NOTAS DE INVESTIGACIÓN

Esta sección tiene por objetivo divulgar artículos breves escritos por economistas del Banco Central de Chile sobre temas relevantes para la conducción de las políticas económicas en general y monetarias en particular. Las notas de investigación, de manera frecuente, aunque no exclusiva, responden a solicitudes de las autoridades del Banco.

EL ROL DE LA CREDIBILIDAD EN EL COMPORTAMIENTO CÍCLICO DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS: EVIDENCIA PARA CHILE

César Calderón M.
Roberto Duncan T.
Klaus Schmidt-Hebbel D.*

I. MOTIVACIÓN

La literatura empírica, incluso la más reciente, ha sostenido que las políticas monetaria y fiscal en economías emergentes, especialmente en América Latina, son procíclicas, contribuyendo de esta forma a agrandar las fluctuaciones del ciclo económico. Se argumenta tradicionalmente que los países de la región siguen políticas procíclicas, debido a desfavorables equilibrios económico-políticos, a pobres instituciones y a un volátil acceso a los mercados internacionales de capitales.

Sin embargo, cabe postular que las políticas macroeconómicas pueden cumplir un rol estabilizador en aquellas economías emergentes que —al igual que en economías industrializadas— gozan de alta credibilidad y tienen sólidos fundamentos económicos. Por ejemplo, Chile y Malasia adoptaron políticas expansivas durante el periodo de debilidad cíclica 2001-2003. En contraste, los países con fundamentos más débiles y menor credibilidad adoptan políticas procíclicas. Un ejemplo de estos últimos es Brasil que, cuestionado por los mercados financieros locales e internacionales, se ha visto forzado a adoptar políticas contractivas en 2002 y 2003, no obstante su coyuntura de marcada debilidad cíclica.

II. COBERTURA DEL TRABAJO

Un modo de caracterizar la heterogeneidad de las economías emergentes en relación con el carácter

pro o contracíclico de sus políticas macroeconómicas, es controlar por la credibilidad de sus políticas. Para investigar la capacidad de las economías emergentes para conducir políticas contracíclicas, este trabajo utiliza el *spread* del riesgo país sobre la deuda soberana como una aproximación de la credibilidad institucional y de las políticas de estas economías. Se postula que países con menor credibilidad (reflejada en un mayor riesgo país) exhiben políticas procíclicas. Estos son países que no tienen los incentivos institucionales para aplicar políticas contractivas durante la fase de expansión cíclica, y/o que carecen de la capacidad política o financiera para aplicar políticas expansivas durante las fases contractivas. Lo contrario sucede en países con estabilidad institucional, políticas maduras y gran credibilidad. Estos países pueden darse el lujo de adoptar políticas contracíclicas.

Esta hipótesis se contrasta para dos muestras diferentes. La primera es un conjunto de datos anuales para once países emergentes de América Latina y Asia durante el periodo 1996-2002, mientras la segunda —en la cual se centra especialmente este trabajo— es una serie de datos trimestrales para Chile entre los años 1991 y 2003.

* Gerencia de Investigación Económica, Banco Central de Chile. Agradecemos los comentarios de Jorge Restrepo y Rodrigo Valdés. Asimismo, agradecemos a Verónica Mies, Rodrigo Valdés y Pablo García por proveer parte de los datos usados en esta nota. Las opiniones expresadas en este artículo son exclusivamente de los autores y no representan necesariamente las del Banco Central de Chile o su Consejo. Los resultados econométricos están disponibles a pedido (rduncan@bcentral.cl).

III. RESULTADOS

Los resultados indican que mientras mayor sea la credibilidad de las políticas e instituciones (lo cual se refleja en un menor riesgo país), mayor es la capacidad, tanto de las economías emergentes en general como de Chile en particular, para poder aplicar políticas macroeconómicas contracíclicas.

La evidencia empírica para el panel de once países emergentes arroja los signos esperados y coeficientes estadísticamente significativos de los parámetros relevantes. Excluyendo a dos países con muy elevados premios de riesgo país, los resultados muestran que las políticas fiscales y monetarias son contracíclicas cuando los premios al riesgo país caen debajo de valores umbrales en el rango aproximado de 600 a 800 puntos base (pb). Ello ocurre actualmente en países como Chile, Malasia y México.

La evidencia empírica separada para Chile confirma que en el período 1991-2003, y especialmente después de 1993, las políticas monetaria y fiscal han sido fundamentalmente contracíclicas.¹

El gráfico 1 ilustra la desviación de la inflación efectiva respecto de la meta y la brecha del producto en Chile.² Los resultados empí-

GRÁFICO 1

Desviación de la Tasa de Inflación de su Meta y Brecha del Producto (Chile: 1991-2003)

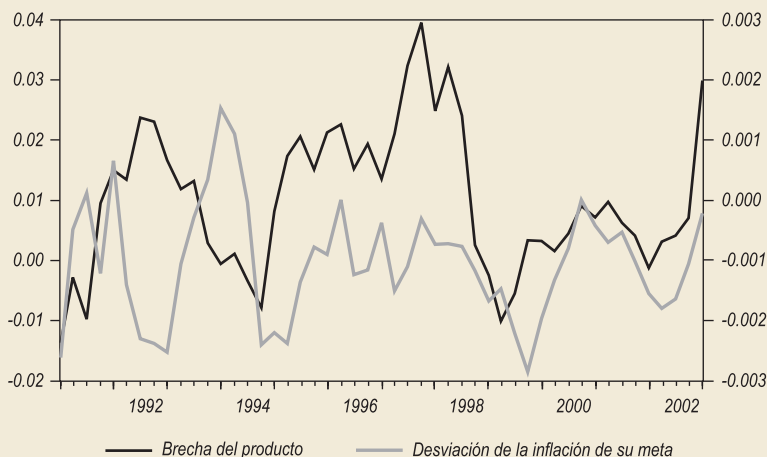
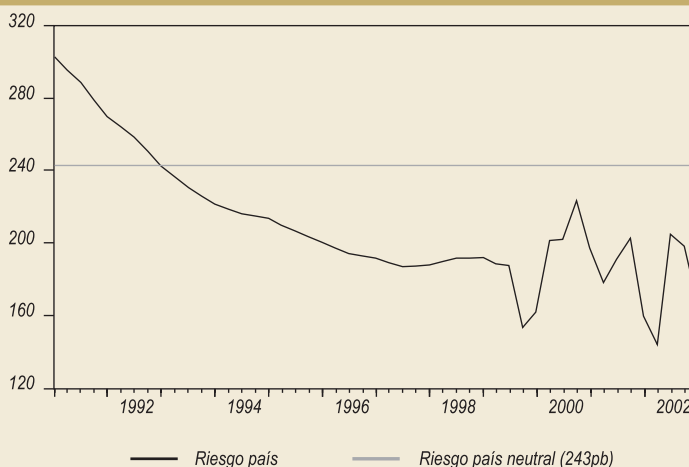


GRÁFICO 2

Spread de Riesgo País y Valor de Riesgo País Neutral de Política Monetaria (Chile: 1991-2003)



¹ Estos resultados son robustos al uso de: (i) TPM nominal e indexada como variable dependiente en la regla de política monetaria; (ii) distintos filtros para estimar la brecha del producto; (iii) distintas construcciones (media muestral o con filtros) del valor de largo plazo de la TPM o el balance fiscal; (iv) distintas variables instrumentales; y (v) distintas medidas de riesgo país.

² En este gráfico se representa la brecha como la desviación porcentual del PIB trimestral respecto de su tendencia estimada a través del filtro de Hodrick-Prescott. Medidas alternativas para la brecha del producto arrojan patrones temporales y resultados econométricos similares.

³ Usando medidas alternativas para la brecha del producto de Contreras y García (2002), se estiman valores similares para el riesgo país que implica una política monetaria neutral: 222 pb y 253 pb.

ricos para el comportamiento cíclico de la política monetaria sugieren que los niveles de riesgo país que implican una política neutral fluctúan entre 243 y 269 pb.³ Vale decir, la política monetaria fue procíclica en Chile entre 1990 e inicios de 1993, haciéndose contracíclica fundamentalmente después de dicho período, cuando la variable riesgo país cruzó el umbral de los 243 pb, como se observa en el gráfico 2.

Respecto de la política fiscal se obtuvieron resultados muy similares. El nivel de riesgo país que

hace neutral a la política corresponde a un valor de 229 pb (223 pb al usar la medida alternativa de brecha de Contreras y García, 2002), que es cercano al nivel obtenido para la política monetaria. De acuerdo con estos resultados, la política fiscal se hizo contracíclica a partir de fines de 1993.

REFERENCIA

Contreras, G. y P. García. (2002). “Estimación de Brecha y Tendencia para la Economía Chilena.” *Economía Chilena* 5(2): 383-98.