

Credibilidad: La Variable a Considerar

PATRICIO ROJAS

13 de Agosto 1998

- La credibilidad de las autoridades en su accionar de política económica ha ido cada vez más aceptándose como una de las variables importantes en la obtención de los objetivos deseados. El grado de credibilidad que posee la política económica de un gobierno constituiría un elemento importante, y algunas veces crucial, en permitir el éxito de un programa económico específico.
- En el presente año, la economía chilena ha exhibido dos episodios que permitirían visualizar la importancia que juegan las expectativas y la credibilidad de la autoridad en la obtención de los objetivos. En ambos casos, tanto la causa de inestabilidad generalizada que vivió la economía como la respuesta de los agentes ante medidas concretas de la autoridad, constituyen acciones que estarían guiadas más por factores de credibilidad y confianza que por la fortaleza misma de las medidas de política.
- No obstante los esfuerzos de la autoridad monetaria por defender la paridad cambiaria, en ambas oportunidades el mercado apostó que el Banco Central terminaría por ceder y permitiría la devaluación del tipo de cambio. Es decir, el mercado no creyó que el Banco Central estaba totalmente convencido de su accionar, de tal forma de estar dispuesto a utilizar todos sus instrumentos en la defensa del peso a un cierto nivel.
- La evaluación ex-post permitiría postular que parte importante de estos episodios de alta inestabilidad se explicarían más por aspectos de conducción de la política económica frente a los desarrollos de la economía internacional que por factores fundamentales de la economía chilena.
- En particular, aspectos tales como el manejo que el Gobierno hizo de las expectativas de los agentes privados, ciertas acciones de manejo monetario y cambiario por parte del Banco Central, y eventos desfavorables de la economía internacional terminaron por afectar la credibilidad de la autoridad monetaria, tanto en su accionar en materia cambiaria como en la coherencia de sus políticas con el objetivo inflacionario y de equilibrio externo.
- La experiencia de ambos episodios permite obtener algunas recomendaciones que pueden ser importantes de tener en cuenta en el período siguiente:
 - i) La autoridad debe aprovechar los momentos de mayor normalidad para fortalecer su credibilidad y no suponer que ya sea hecho todo.
 - ii) La autoridad monetaria debe mostrar claridad respecto al nivel de tipo de cambio que está dispuesto a defender, evitando intervenir a otros niveles, pues se tiende a generar una alta incertidumbre respecto al futuro accionar de la autoridad en este frente, con la consiguiente pérdida de credibilidad.
 - iii) En caso que la autoridad monetaria requiera salir en defensa de la paridad, ésta debe ser con rapidez y con la suficiente fuerza para convencer a los agentes privados que está dispuesto a utilizar todos sus instrumentos en la defensa de dicha paridad.

PATRICIO ROJAS. Ph.D. en Economía. Investigador del Centro de Estudios Públicos y Profesor del Instituto de Economía de la Universidad Católica de Chile.

Introducción

La credibilidad de las autoridades en su acción de política económica ha ido cada vez más aceptándose como una de las variables importantes en la obtención de los objetivos deseados. En efecto, se postula que el grado de credibilidad que posee la política económica de un gobierno constituiría un elemento importante, y algunas veces crucial, en permitir el éxito de un programa económico específico. Esto, por cuanto, el contar con un grado de credibilidad significativo permitiría una respuesta rápida de los agentes privados ante las nuevas medidas y, por ende, le permitiría al Gobierno alcanzar en menor tiempo los objetivos de política planteados. En particular, una alta credibilidad en un plan de estabilización puede llevar a que las expectativas de inflación disminuyan, reduciendo así los costos de la desinflación requerida. De la misma forma, una alta credibilidad en un programa de liberalización comercial, reflejada en que el proceso de apertura de la economía no será revertido ante una crisis de balanza de pagos, evita un adelantamiento masivo del consumo de bienes importados, reduciendo así la probabilidad que se produzca efectivamente una crisis de balanza de pagos.

En el presente año, la economía chilena ha exhibido dos episodios que permitirían visualizar la importancia que juegan las expectativas y la credibilidad de la autoridad en la obtención de los objetivos. En ambos casos, tanto la causa de inestabilidad generalizada que vivió la economía como la respuesta de los agentes ante medidas concretas de la autoridad, constituyen acciones que estarían guiadas más por factores de credibilidad y confianza que por la fortaleza misma de las medidas de política.

Aspectos teóricos de credibilidad

A pesar del creciente rol que ha ido adquiriendo la variable de credibilidad en la efectividad de las políticas económicas, el concepto mismo de credibilidad no ha sido bien definido en economía y, por ende, ha recibido diferentes interpretaciones en la literatura. En general, existen dos corrientes de pensamiento respecto a cómo interpretar el rol de la variable credibilidad en un plan o paquete de medidas económicas. La primera de ellas, identifica la credibilidad como la habilidad del Gobierno para convencer a los agentes privados de que el plan o las medidas anunciadas no serán revertidas¹. Así, credibilidad es una variable que depende fundamentalmente de la reputación del Gobierno. En este contexto, credibilidad es un concepto que puede estar completamente presente o ausente en el paquete económico y, por lo tanto, es independiente de las características del programa o de las medidas que lo componen.

El problema con este tipo de análisis, donde la reputación del Gobierno juega un rol crucial en determinar el grado de credibilidad de las políticas económicas, es que uno puede tender a concluir y, por ende, obtener implicancias de política, que la carencia de credibilidad es un problema que puede ser eliminado a través de establecer una buena reputación. Sin embargo, la evidencia en nuestro país y en otras economías muestra que los problemas de credibilidad y reputación pueden ser muy diferentes y no necesariamente asociados. Es más, la evidencia indicaría que pareciera más apropiado considerar la credibilidad como una característica específica de un paquete económico. Es decir, dada la reputación del Gobierno o de la autoridad monetaria, la credibili-

¹ Un trabajo pionero en esta línea es el de R. Barro (1986) "Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information", *Journal Monetary Economics*, 17.

dad de un programa económico dependerá de las medidas específicas del programa y probablemente de ciertos eventos externos (shocks) que interactúan con estas medidas y, por lo tanto, tienden a influir en el grado de credibilidad de los agentes durante el período de ejecución del programa.

Con base en lo anterior, y sin considerar el factor de reputación, se ha tendido a desarrollar una corriente alternativa del concepto de credibilidad, la cual enfatiza que ésta debe ser vista como un término relativo, y del cual el Gobierno tiene un control limitado². En este contexto, el éxito de un programa económico no depende sólo de la credibilidad del programa sino también de la consistencia de sus políticas y de otras condiciones no controlables por la autoridad (shocks de términos de intercambio). La interacción de estos elementos durante el período de ejecución del programa debería determinar el éxito o fracaso del programa. Así, la credibilidad es una variable que puede aparecer posterior al anuncio del programa económico, probablemente cuando el programa empieza a mostrar señales que anticipan la obtención de los objetivos buscados.

Episodios de falta de credibilidad en 1998

Durante los primeros siete meses de 1998, la economía chilena experimentó dos episodios de fuerte inestabilidad que llevaron a que las tasas de interés del mercado interbancario aumentaran a niveles que, en principio, no tendrían total justificación en sus variables fundamentales. En particular, el aumento de las tasas de interés en esos períodos fue en respuesta de las acciones concretas que el Banco

² El trabajo de R. Dornbusch (1990) "Credibility and Stabilization" mimeo, MIT, es uno de los primeros en esta línea de pensamiento.

Central tomó para contrarrestar las presiones sobre la paridad cambiaria. No obstante los esfuerzos de la autoridad monetaria por defender la paridad cambiaria, en ambas oportunidades el mercado apostó que el Banco Central terminaría por ceder y permitiría la devaluación del tipo de cambio. Es decir, el mercado no creyó que el Banco Central estaba totalmente convencido de su accionar, de tal forma de estar dispuesto a utilizar todos sus instrumentos (tasa de interés y/o reservas) en la defensa del peso a un cierto nivel.

El convencimiento del mercado que el Banco Central terminaría cediendo en el valor del dólar, llevó a una fuerte iliquidez monetaria en los meses de enero, junio y julio, producto tanto de las significativas ventas de divisas como por la menor entrega de liquidez por parte del instituto emisor. En el primer episodio, la tasa de interés promedio del mercado interbancario se elevó desde un 7,1% real anual, observado los días 9 y 12 de enero, hasta un máximo de 91,6% observado el martes 27 de dicho mes. Posteriormente, el resurgimiento de las presiones cambiarias durante las primeras semanas de junio llevó nuevamente a una fuerte iliquidez que elevó la tasa interbancaria promedio desde un 8,5% real anual, nivel que se había mantenido desde mediados de febrero, hasta alcanzar un máximo de 63,1% el lunes 6 de julio. Aun cuando no es una tarea fácil el determinar qué factores habrían provocado esta respuesta de las tasas de interés, una revisión rápida de los hechos nos permite concluir que estos movimientos extremos podrían justificarse más por razones de expectativas y de falta de credibilidad en la autoridad que por cambios en los fundamentales de la economía chilena.

Si bien los fundamentales de la economía chilena no han sufrido cambios tan significativos que pudieran justificar totalmente estos episodios de alta inestabilidad, la evaluación ex-post permitiría postular que estos podrían explicarse por una combina-

ción de factores internos y externos, que incluyen la necesidad de la economía chilena de realizar un ajuste durante el presente año, el reconocimiento de una apreciación excesiva del tipo de cambio real en el último tiempo, el desarrollo que ha tomado la crisis en Asia, en conjunto con un manejo no adecuado de las expectativas por parte de las autoridades que ha llevado a sobredimensionar los efectos de los acontecimientos internacionales sobre la economía chilena.

Con relación a estos factores, es importante mencionar que, independiente de la crisis que se desarrolla en Asia, la economía chilena inició el presente año con dos antecedentes que ya condicionaban los resultados del presente año. En primer lugar, la necesidad de realizar un ajuste en el gasto y en sus cuentas externas. En efecto, el alto crecimiento del gasto interno exhibido durante la segunda mitad de 1997 más que justificaba una política económica más restrictiva. A su vez, los déficit de cuenta corriente de más de 5% del producto alcanzados en 1996 y 1997 ya indicaban la existencia de un problema más estructural de la economía. En particular, se pensaba que la economía podía crecer a una tasa cercana a su potencial sin problemas durante los próximos años; sin embargo, la evidencia indicaba que eso era factible sólo con niveles de déficit de cuenta corriente muy por encima del rango de 3,0% a 4,0% del PIB que se había definido por la autoridad como sustentables en el mediano plazo.

Por lo tanto, para continuar creciendo a una tasa promedio de 7% durante los próximos años se requería mantener una tasa de inversión del orden de 26% del PIB, de la cual entre 20 y 21 puntos porcentuales del producto podrían ser financiada con ahorro doméstico, el resto debería ser financiada con ahorro externo, o lo que es lo mismo con déficit de cuenta corriente que, en promedio, deberían fluctuar en torno a 5,0%-6,0% del PIB. Los favorables términos de intercambio de los últimos años,

en cierta forma, escondieron este problema estructural de la economía y permitieron que los déficit de cuenta corriente se acotaran levemente por encima del 5% del PIB; sin embargo, ante un escenario desfavorable de términos de intercambio, el resultado esperado sería déficit externos por encima del 6% del PIB. En este contexto, lo que hizo la crisis asiática fue desnudar este problema, acelerando un ajuste que tarde o temprano debía realizarse.

El segundo antecedente a tener en consideración para evaluar los episodios de inestabilidad ocurridos en 1998 es el reconocer que el tipo de cambio real se tendió a apreciar excesivamente durante 1997. Si bien la apreciación exhibida hasta 1996 podría ser considerada de equilibrio, por cuanto las ganancias de productividad y el alto nivel alcanzado por el tipo de cambio real a principios de los noventa, permitieron acomodar una apreciación real cercana a 20% entre 1990 y 1996, estos elementos ya no fueron suficientes para aceptar una caída adicional del tipo de cambio real en más de 10% durante los primeros diez meses de 1997. Es posible sostener que parte importante de esta caída durante 1997 habría sido un resultado de la decisión de la autoridad monetaria de modificar la canasta de monedas en favor del dólar, la cual ante un escenario internacional de apreciación del dólar, significó una apreciación real adicional del peso. De esta forma, la velocidad con que se apreció el tipo de cambio real en 1997 fue mucho más rápida que la que justificaban sus determinantes fundamentales, estimándose que el tipo de cambio real se encontraba a finales del tercer trimestre de dicho año sobre apreciado respecto a su nivel de equilibrio de largo plazo en alrededor de 6%-8%.

Ahora bien, ¿son estos dos antecedentes sumados al desarrollo del contexto internacional suficientes para explicar el desorden de tasas de interés vivido en enero y junio último? Se estima que no. Aspectos tales como el manejo que el Gobierno

hizo de las expectativas de los agentes privados, ciertas acciones de manejo monetario y cambiario por parte del Banco Central, y eventos desfavorables de la economía internacional terminaron por afectar la credibilidad de la autoridad monetaria, tanto en su accionar en materia cambiaria como en la coherencia de sus políticas con el objetivo inflacionario y de equilibrio externo. En particular, en las primeras etapas de la crisis asiática, el Gobierno tendió a ayudar a generar un cuadro de mayor pesimismo entre los agentes respecto de los efectos de la crisis en Chile. Es difícil saber si esta acción del Gobierno se debió a una defensa por los equilibrios macroeconómicos o por el entorno político que se generó como consecuencia de los resultados de las elecciones parlamentarias, los cuales llevaron a ciertos partidos de la Concertación a demandar un aumento del gasto del área social. En este contexto, el Gobierno careció de una política comunicacional que pudiera dimensionar los verdaderos efectos que la crisis internacional, en sus primeras etapas, estaba teniendo sobre la economía chilena. Posteriormente, el Gobierno tampoco ha tenido la suficiente claridad para informar las acciones fiscales que éste ha tomado para contrarrestarla. En ambos casos, esta falta de claridad tendió a afectar severa y negativamente las expectativas de los agentes privados respecto de la solidez de la economía chilena para soportar esta crisis en Asia.

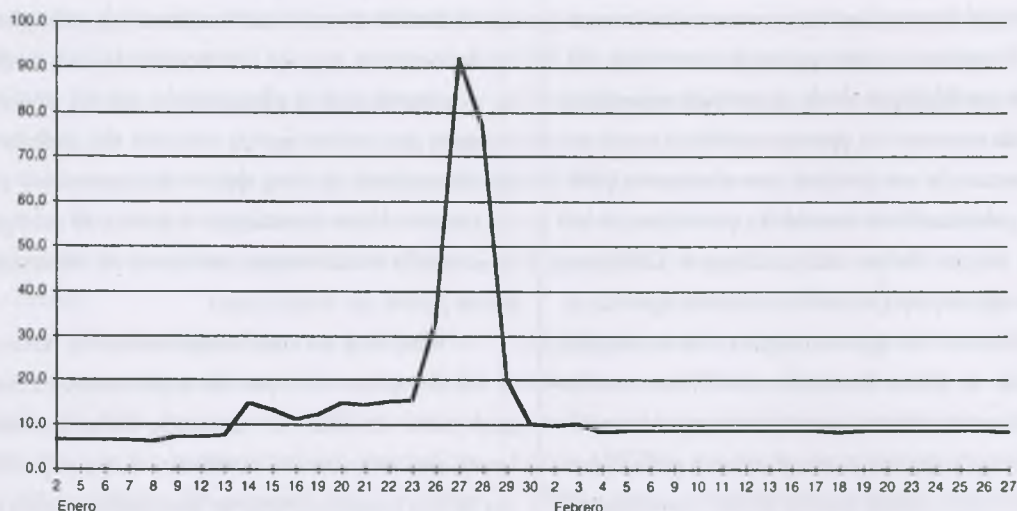
A lo anterior, se ha sumado que el Banco Central, en algunos momentos puntuales durante el período, no ha reaccionado con la fuerza y convencimiento que la situación requería para calmar las expectativas de devaluación. En particular, en más de una oportunidad el Banco Central intervino en el mercado cambiario para defender una cierta paridad, para posteriormente permitir que ésta se devaluara. En todos estos casos, el Banco Central además de perder un monto importante de reservas, fue perdiendo credibilidad tanto en su accionar como

en los niveles de tipo de cambio que intentaba validar en cada oportunidad. Por otra parte, frente a la consolidación de un cuadro externo más complicado de lo que se suponía a principios de año, empezó a tomar fuerza la percepción entre los agentes privados domésticos que la solución del problema de desequilibrio externo debía necesariamente pasar por una fuerte devaluación nominal, la cual por lo sucedido en los meses anteriores no necesariamente podría ser inflacionaria.

Con base en estos antecedentes, no pareciera difícil explicar por qué las expectativas durante gran parte del año han apuntado sostenidamente hacia una devaluación cambiaria. Estas expectativas se han mantenido a pesar que desde octubre de 1997 a la fecha el peso se ha depreciado en más 13% respecto del dólar y la economía ha estado realizando un fuerte ajuste en el gasto. Posiblemente, en un escenario de mayor credibilidad en el accionar de la autoridad, esta devaluación y los resultados que está mostrando el ajuste monetario habrían sido suficientes para calmar las expectativas devaluatorias.

En ambos episodios de altas tasas de interés ocurridos en enero y junio de este año, la salida de ellos fue posible mediante medidas que se dirigieron directamente a fortalecer la credibilidad de la autoridad. En el primer episodio, la solución fue el incrementar en forma explícita las tasas de interés de instancia monetaria de 7,0% a 8,5%. Esta fue una señal clara que el Banco Central transmitió al mercado, en el sentido que estaba dispuesto a subir las tasas de interés todo lo que fuera necesario para defender el peso. La respuesta del mercado a esta acción fue inmediata. Las tasas de interés bajaron de un promedio en torno a 92% el 27 de enero de 1998 a alrededor de 8,5% el 4 de febrero. (Gráfico 1). En el segundo episodio, la aplicación de un conjunto de medidas que contemplaron una devaluación cambiaria acotada y un esfuerzo fiscal, sólo

GRÁFICO 1 TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA
(EN PORCENTAJE, PROMEDIOS DIARIOS)



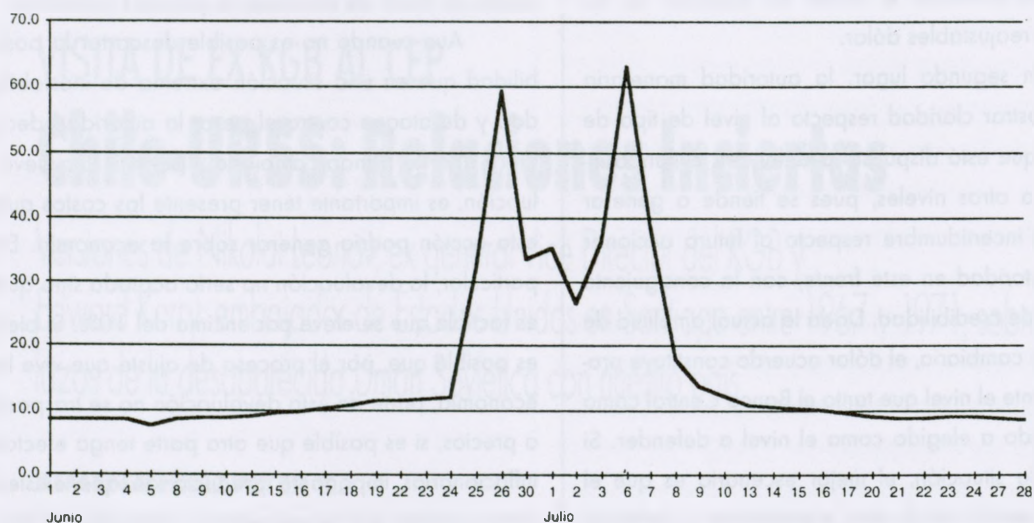
tuvieron su efecto sobre las tasas de interés cuando éstas se complementaron con la aparición de instrumentos en dólares. La emisión de estos instrumentos constituyó una señal clara de compromiso de la autoridad con la paridad y el sistema cambiario vigente. Nuevamente la respuesta del mercado fue rápida, disminuyendo las tasas de interés desde 59% el 26 de junio a cerca de 12% el día después que aparecieron los pagarés reajustables dólar para, posteriormente, a partir del día 20 de julio, empezar la tasa de interés interbancaria a ubicarse a niveles cercanos a 8,5%. (Gráfico 2)

La velocidad con que el mercado reaccionó a las medidas tomadas en ambos episodios puede ser considerada por algunos como muy rápida. Sin embargo, es importante mencionar que en situaciones de falta de credibilidad, la solución muchas veces pasa por la fortaleza que posee una señal en modificar las expectativas de los agentes respecto del accionar de la autoridad. Además, la generación de ambos episodios demuestra que una buena reputación no necesariamente implica una alta credibilidad en todos los frentes. En efecto, durante los noventa el Banco Central ha contado con una fuerte

reputación en la obtención de las metas de inflación y en el mantenimiento de los equilibrios externos. A pesar de que esta reputación no se ha visto cuestionada severamente en el último tiempo, sí existe la percepción en los agentes privados que la autoridad no estaría dispuesta a soportar todos los costos en materia de actividad y empleo que se asociarían a un fuerte ajuste de las cuentas externas. Por lo que ante una presión extrema en estas variables, la autoridad terminaría por permitir una cierta devaluación del tipo de cambio nominal. Es decir, la credibilidad de la autoridad en mantener el nivel de tipo de cambio acotado a niveles compatibles con la meta de inflación ha ido disminuyendo significativamente durante el presente año.

En definitiva, el desarrollo de los dos episodios de altas tasas de interés como también la salida que tuvieron ambos casos, constituyen experiencias que en gran parte pueden ser explicadas por una falta de credibilidad importante en el accionar del Banco Central. No obstante lo anterior, sólo la salida del primer episodio puede ser considerada como de un éxito total, por cuanto las tasas de interés del mercado interbancario y aquellas ofrecidas

GRAFICO 2 TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA
(EN PORCENTAJE, PROMEDIOS DIARIOS)



a público por el sistema financiero se normalizaron a los niveles esperados. En cambio, en el segundo episodio las tasas del mercado interbancario bajaron rápidamente a los niveles de la tasa de interés de instancia del Banco Central mientras las ofrecidas a público, si bien bajaron significativamente, no lo hicieron hasta los niveles anteriores al alza. Esto último no significa que las medidas no hayan sido exitosas en mejorar la credibilidad de la autoridad, sino que está reflejando que los agentes no descartan que en el futuro inmediato pueda venir una nueva crisis de iliquidez ante un empeoramiento de la situación internacional.

Lecciones de política

La experiencia de ambos episodios permite obtener algunas recomendaciones que pueden ser importantes de tener en cuenta en el período siguiente. En primer lugar, la autoridad debe aprovechar los momentos de mayor normalidad para fortalecer su credibilidad y no suponer que ya sea hecho todo. Un ejemplo de esto es el período que perdie-

ron las autoridades entre ambos episodios para fortalecer la credibilidad del sistema cambiario. En particular, el Banco Central no aprovechó la oportunidad en ese período de introducir los pagarés reajustables dólar u otro mecanismo que facilitara la cobertura de moneda extranjera. En cambio si hizo la introducción de estos pagarés en un momento de crisis, con toda la incertidumbre respecto a su precio y de cómo serían recibidos por el sistema. De igual forma, la autoridad fiscal no aprovechó este período para apoyar decididamente a la política cambiaria, sino que esperó que la situación alcanzara niveles extremos para realizar ajustes que se requerían con anterioridad. El actual momento constituye nuevamente un período en que la autoridad debe aprovechar para continuar fortaleciendo la credibilidad en el accionar de sus políticas. En este contexto sería importante que se autorizara la utilización de ciertos instrumentos financieros dirigidos a desarrollar el mercado de coberturas de mediano plazo en monedas y tasas de interés. Esto último, en conjunto con los pagarés reajustables dólar, permitirían mantener acotadas las presiones sobre el mercado cambiario spot en caso de producirse un nuevo ataque

contra el peso. En esta misma dirección, sería oportuno que la autoridad aprovechara la actual coyuntura para aumentar el monto de licitación de los pagarés reajustables dólar.

En segundo lugar, la autoridad monetaria debe mostrar claridad respecto al nivel de tipo de cambio que está dispuesto a defender, evitando intervenir a otros niveles, pues se tiende a generar una alta incertidumbre respecto al futuro accionar de la autoridad en este frente, con la consiguiente pérdida de credibilidad. Dada la actual amplitud de la banda cambiaria, el dólar acuerdo constituye probablemente el nivel que tanto el Banco Central como el mercado a elegido como el nivel a defender. Si esta es la situación, el mejor escenario es que el Banco Central valide esas expectativas y defienda fuertemente la paridad a ese nivel y no antes.

En tercer lugar, en caso que la autoridad monetaria requiera salir en defensa de la paridad, ésta debe ser con rapidez y con la suficiente fuerza para convencer a los agentes privados que está dispuesto a utilizar todos sus instrumentos en la defensa de dicha paridad. En particular, si el nivel elegido a defender es el dólar acuerdo, el Banco Central debe estar dispuesto a utilizar un monto importante de las reservas para ese fin. Además del monto a utilizar es importante la forma en cómo las reservas son vendidas. En efecto, el impacto sobre las expectativas de los agentes es muy distinto si el Banco Central está dispuesto a vender, por ejemplo, US\$1.000 millones de una vez que si vende los mismos US\$1.000 millones en forma parcelada durante una semana. En ambos casos, la pérdida de reservas será la misma pero el efecto en las expectativas sobre el futuro accionar de la autoridad es totalmente distinto. De igual manera, si el Banco Central decide utilizar explícitamente la tasa de interés para defender la paridad, el alza requerida debe ser importante, de tal forma de provocar un cambio significativo en las expectativas de los agentes. Este

cambio iría en la dirección de transmitir el mensaje que la autoridad está dispuesta a sacrificar crecimiento en favor de mantener la paridad cambiaria.

Aun cuando no es posible descartar la posibilidad que en una situación extrema de inestabilidad y de ataque contra el peso, la autoridad decidiera abrir la banda cambiaria y permitir una devaluación, es importante tener presente los costos que esta acción podría generar sobre la economía. En particular, la devaluación no sería acotada sino que es factible que se eleve por encima del 10%. Si bien es posible que, por el proceso de ajuste que vive la economía, parte de esta devaluación no se traspase a precios, si es posible que otra parte tenga efectos inflacionarios importante producto de que existen varios precios que se encuentran indexados al tipo de cambio (precio de gasolina y combustibles, tarifas eléctricas y telefónicas y pasaje de transporte público). Así, es probable que la tasa de inflación se eleve alrededor de tres a cuatro puntos porcentuales por encima de los actuales registros. Ciertamente, esta situación significaría un retroceso importante en el proceso de reducción de la inflación, trayendo consecuencias significativas en materia de credibilidad en las metas de inflación y en el uso de éstas en materia de reajustabilidad de precios y salarios. Es decir, en esta área podría significar un retroceso de un par de años. Luego, frente a la posibilidad de un escenario externo que empeorara significativamente respecto de la situación actual y que llevara a una fuerte presión sobre el dólar y las tasas de interés, lo razonable sería que la autoridad decidiera defender la banda cambiaria elevando significativamente y en forma explícita las tasas de interés de instancia. Con lo cual la autoridad entregaría una señal clara al mercado de que estaría dispuesta a sacrificar un par de puntos porcentuales de crecimiento en 1999 antes de ingresar a un clima de mayor inestabilidad de precios y de baja credibilidad en las autoridades y en sus políticas. **PR**