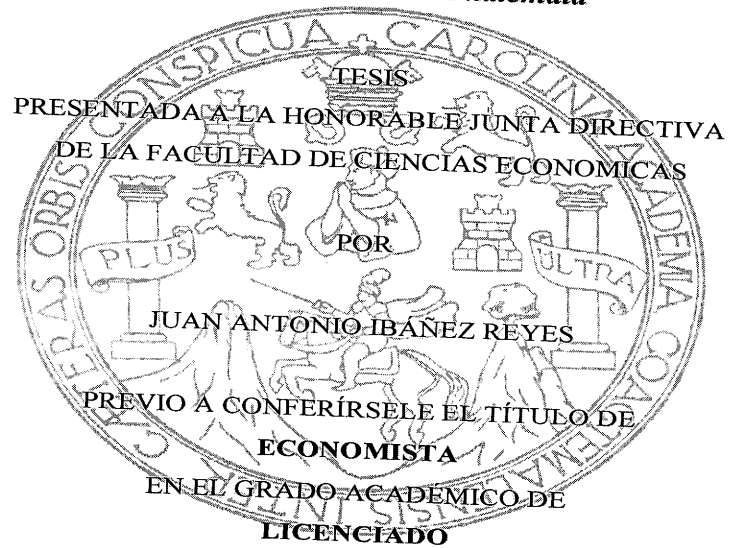


Universidad de San Carlos de Guatemala
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Economía

***“Las Metas de Inflación como Instrumento de la
Política Monetaria en Guatemala”***



Guatemala, Noviembre de 2,005

MIEMBROS DE LA HONORABLE JUNTA DIRECTIVA
DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
DE LA UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA

Decano	Lic. Eduardo Antonio Velásquez Carrera
Secretario	Lic. Oscar Rolando Zetina Guerra
Vocal 1°	Lic. Canton Lee Villela
Vocal 2°	Lic. Albaro Joel Girón Barahona
Vocal 3ª	Lic. Juan Antonio Gómez Monterroso
Vocal 4°	P.C. Mario Roberto Flores Hernández
Vocal 5°	P.C. José Abraham González Lemus

PROFESIONALES QUE REALIZARON LOS EXÁMENES
DE AREAS PRÁCTICAS BÁSICAS

Area de Matemática y Estadística	Lic. Rubelio Rodríguez Tello
Area de Economía Aplicada	Lic. Edgar Ranfery Alfaro Migoya
Area de Teoría Económica	Lic. Byron Velásquez Acosta

TRIBUNAL QUE PRACTICÓ EL EXÁMEN
PRIVADO DE TESIS

Presidente	Lic. Edgar José Reyes Escalante
Examinador	Lic. Oscar Erasmo Velásquez Rivera
Examinador	Lic. Héctor Salvador Rossi Cruz

ACTO QUE DEDICO:

A Jesús y la Virgen Santísima por las bendiciones en mi vida y por permitirme alcanzar este triunfo.

A mi Padre: Hermogenes Ibáñez Mejía (Q.E.P.D.) la fuente de inspiración en mi vida, donde quiera que se encuentre este triunfo es parte de su esfuerzo.

A mi Querida Madre: Armenia Reyes por todo su amor, ternura, y sacrificio.

A mis Hermanos: Rodolfo y Maria los pilares de este triunfo.

A mi Cuñada y Sobrina: Mayra y Fabiola por todo el amor y apoyo.

A mis Tías por su cariño y apoyo en todo momento.

A mis Amigos: Eddie, Eduardo, Juan Carlos, Marvin Omar, Walter Orlando, Hugo Rolando, Kildare Stanley, Ana Paola. Por todo su cariño y respeto de años. Gracias por su amistad y apoyo.

A mis Amigos del Banco de Guatemala: por el apoyo, cariño, amistad y compañerismo en muchas jornadas de trabajo.

A mi patria: Guatemala, sea siempre mi amor tu compañía.
Que nunca falte mi amor en tus cimientos.
Alzate firme sobre él, patria, con tus descalzos pies,
Llenos de lodo y de caminos.

Otto Rene Castillo

A la Gloriosa y Tricentenaria Universidad San Carlos de Guatemala

Al Banco de Guatemala

A mi Asesor Lic. Arnoldo Caballeros y docentes de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad San Carlos de Guatemala.

Y a Usted en especial.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

CONTENIDO

PÁGINA

INTRODUCCION

i-ii

CAPÍTULO 1

Marco Teórico

1.1	Generalidades de la Política Monetaria.	1
1.2	Definición de la Política Monetaria.	3
1.3	Instrumentos de la Política Monetaria.	4
1.4	La Política Monetaria en Guatemala.	5
1.5	Los Instrumentos de la Política Monetaria en Guatemala.	12
1.6	Los Canales de Transmisión de la Política Monetaria.	16
1.7	Concepto de Volatilidad	18

CAPÍTULO 2

Impacto de la Política Monetaria en Guatemala

2.1	Impacto de la Política Monetaria desde la década de los años cincuenta hasta los años setenta.	21
2.2	Impacto de la Política Monetaria desde la década de los años Ochenta hasta la actualidad.	26
2.3	La Nueva Propuesta de Política Monetaria.	32

CAPÍTULO 3

Incidencia de los Programas de Estabilización sobre la formulación y Ejecución de la Política Monetaria

3.1	Ajuste Estructural y Política Económica	37
3.2	La Estabilización y el Ajuste Estructural	41
3.3	Política Monetaria, Sistema Financiero y Desarrollo Económico	43
3.4	El Manejo Monetario y Financiero y el Banco Central	45
3.5	El Manejo Monetario: La Política Económica y El Papel del Banco Central	47
3.6	Manejo Monetario en la Práctica	52
3.7	El Sistema Financiero y el Ajuste Estructural	58
3.8	La Experiencia de Liberalización Financiera en Guatemala	62

3.9	Instrumentación de la Política Monetaria en un contexto de Liberalización Financiera	64
-----	--	----

CAPÍTULO 4

Efectos de los Objetivos Inflacionarios como Instrumentos de la Política Monetaria sobre las Variables Monetarias y Reales

4.1	Efecto sobre la Tasa de Crecimiento	70
4.2	Efecto sobre la Tasa de Interés	76
4.3	Efecto sobre la Tipo de Cambio	79
4.4	Efecto sobre la Oferta Monetaria	82

CAPÍTULO 5

Experiencias acerca de los Objetivos Inflacionarios como Instrumentación De la Política Monetaria en distintos Países.

5.1	Experiencia de Nueva Zelanda	88
5.2	Experiencia de Canadá	91
5.3	Experiencia de Inglaterra	96
5.4	Experiencia de Finlandia	99
5.5	Experiencia de Suecia	101
5.6	Elementos a considerar en el Establecimiento de Metas Inflacionarias	104

CONCLUSIONES	107
---------------------	-----

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	110
-----------------------------------	-----

ANEXO	112
--------------	-----

INTRODUCCION

Durante la última década el entorno económico ha sufrido cambios estructurales sustantivos, dentro de los cuales destacan la modernización del sistema financiero, globalización de mercados financieros internacionales, crisis financieras internacionales, avances tecnológicos. De esta cuenta, el nuevo entorno económico ha generado la necesidad, por parte de los bancos centrales, de plantear una nueva forma de conducción de política monetaria ante dichos cambios.

Por lo tanto, una de las principales características actuales de la economía mundial, es reafirmar el compromiso de combatir la inflación, esta propuesta es llevada esencialmente por parte de los Bancos Centrales, con el propósito de fijar objetivos inflacionarios como instrumentación de la política monetaria, dicho esfuerzo se hace en función de que la mayor contribución que puede hacer un Banco Central a una economía es de dar una estabilidad de precios interna y externa. Bajo este supuesto, la estabilización de la inflación se ve reforzado, iniciando un nuevo enfoque de combatir la inflación a través de proponer metas inflacionarios.

La importancia de los efectos que pueda tener la inflación sobre la economía radica en conocer en que variables tienen una mayor implicación y sobre que variables influye ésta. Por lo tanto, es de suma importancia analizar y determinar que variables son las que puedan influir o puedan influirla.

La volatilidad en los precios internos y externos genera incertidumbre en las expectativas de los agentes económicos y en el comportamiento de las variables de la economía, lo cual implica costos económicos y costos sociales, bajo ese punto de vista, se persigue la finalidad de establecer esas relaciones de causalidad entre la tasa de

inflación, tasa de crecimiento económico y PIB a precios constantes, índice mensual de la actividad económica, tasa de interés activa y pasiva, tipo de cambio y la oferta monetaria durante el período comprendido de 1994-2003, de esta forma determinar que tan efectivo sería para las autoridades monetarias aplicar las metas de inflación específicamente para el caso guatemalteco, determinando así, las variables que la puedan influir o que pueda influir a esta.

En el primer capítulo se describe el marco teórico en que se fundamenta y en que se desenvuelve la política monetaria de Guatemala, así mismo los diferentes instrumentos de la política monetaria; en el segundo capítulo, se analiza el desarrollo de la política en Guatemala desde la creación de la autoridad monetaria hasta la actualidad, así también la nueva propuesta de política monetaria de los últimos años; el tercer capítulo contiene la incidencia de los programas de estabilización sobre la formulación y ejecución de la política monetaria; en el capítulo cuarto, se presentan los resultados estadísticos de la relación de la inflación con las variables reales y monetarias de la economía guatemalteca; en el quinto capítulo se hace una descripción acerca de la experiencia de los objetivos inflacionarios como instrumentación de la política monetaria en diferentes países que han adoptado dicha política.

La parte final, contiene las conclusiones, bibliografía utilizada como base para la realización del presente informe y los anexos correspondientes.

CAPITULO I

MARCO TEÓRICO

1. 1. Generalidades de la Política Monetaria.

Tanto los monetaristas como los keynesianos modernos creen que las medidas de política monetaria tienen efectos sustanciales y sostenidos en el ingreso nacional. Los primeros keynesianos, dudaban de la eficacia de la política monetaria. En una etapa del debate sobre el monetarismo y la teoría cuantitativa del dinero (quizá hacia 1945-1950) hubiera sido acertado referirse a los keynesianos como los “fiscalistas” que sólo se basan en la política fiscal. Sin embargo, la situación es muy distinta en la actualidad. La diferencia hoy día entre keynesianos y monetaristas con relación a la política no consiste en si la política monetaria afecta el ingreso, sino cómo se debe utilizar esta política monetaria para estabilizar el ingreso. La mayor discrepancia entre ambos es el papel adecuado de la política monetaria, los monetaristas son no intervencionistas. Defienden el uso de una regla para la tasa de crecimiento de la masa monetaria que, de este modo, creará un ambiente en el que el sector privado estable de la economía pueda funcionar eficazmente. Los keynesianos, a su vez, son intervencionistas o activistas de la política. Ven la necesidad de activas políticas discrecionales, monetarias y fiscales, para mantener por buen camino una economía privada inestable.¹

Se pueden distinguir varias corrientes principales del pensamiento económico con respecto, entre las cuales están: la Escuela Keynesiana, la Monetarista, la de New Cambridge y la corriente Postkeynesiana.²

Para los Keynesianos, como se dijo anteriormente la política fiscal es preponderante respecto a la monetaria, a tal punto que en una versión extrema se podría pensar que para ellos el dinero es poco significativo. Piensan que es posible obtener un ambiente macroeconómico estable, si las autoridades encargadas de la formulación de la política económica utilizan los instrumentos a su alcance a manera discrecional.³

Por su parte los monetaristas, encabezados por Milton Friedman, de la Universidad de Chicago, plantearon un enfoque que daba énfasis al mecanismo del mercado libre, sosteniendo que la oferta de dinero tenía una importancia sobresaliente en el diseño de la política económica en general. Su análisis difiere de una economía cerrada de una economía abierta, así como bajo un régimen de tipo de cambio fijo o flexible. Los pensadores de esta corriente opinan que la tasa de crecimiento del dinero de ser establecida de acuerdo con reglas fijas basadas en metas de políticas bien definidas y no en pronósticos de corto plazo, que dan como resultado cambios bruscos y que quedan a discreción de los entes que tienen a su cargo la elaboración de la política monetaria.

Los seguidores del pensamiento del New Cambridge, por su parte, si bien concuerdan con algunos puntos del pensamiento monetarista (política monetaria y fiscal deben seguir reglas fijas), basan su análisis en el largo plazo y también concuerdan con puntos de vista Keynesianos (inflación, gasto, ajuste de balanza de pagos). Opinan que la política fiscal debe ser expansionista, para reducir el desempleo y bajar la inflación, así como se muestran a favor de los controles a la economía.⁴

En cuanto al pensamiento Neokeynesiano, se puede colocar en un punto intermedio entre los keynesianos y el monetarismo, retomando elementos de ambos enfoques y conjugándolos en una nueva escuela, que interrelaciona el mercado de bienes y servicios con el mercado monetario, por lo que, en este caso, se acepta que la política monetaria pueda influir sobre las variables reales en el corto plazo, así como sobre el sector externo mediante la balanza de pagos.⁵

Por lo tanto, para el caso de Guatemala, los objetivos finales que la autoridad monetaria intenta controlar son las variables económicas objetivo, tales, como la tasa de

inflación, el crecimiento del producto interno bruto (PIB) y la tasa de desempleo. En lugar de ajustar simplemente los instrumentos de política monetaria, principalmente el nivel de operaciones de mercado abierto, con base en observaciones pasadas de estas variables y pronósticos de su comportamiento futuro, a corto plazo el banco central ha tratado de influir en estos últimos objetivos concentrándose en las variables que son el objetivo intermedio.

Un objetivo intermedio no es solamente una variable importante en si misma, sino también porque al controlar dicha variable los encargados de formular la política creen que están influyendo en los objetivos finales de la política en una forma fácil de predecir. Al tener un agregado monetario como objetivo intermedio, el supuesto implícito de la estrategia del banco central es que, sin que lo demás varíe, tasas de crecimiento más altas en la masa monetaria aumentarán la inflación al tiempo que disminuirán el desempleo (elevando el nivel de la actividad económica) a corto plazo. Tasa de crecimiento monetario más lentas, y de nuevo ceteris paribus, estarán asociadas a tasas de inflación más bajas y tasas de desempleo más altas a corto plazo.

1. 2. Definición de la Política Monetaria.

La política monetaria puede definirse como “las operaciones del gobierno o de la autoridad monetaria en administrar la oferta monetaria y la tasa de interés con el propósito de obtener o mantener una tasa de empleo razonable sin inflación. Otra definición indica que la política monetaria es “la formulación de objetivos y la selección de instrumentos eficaces para utilizar el control que ejerce el Estado sobre la moneda y el crédito, a fin de actuar sobre la economía e impulsarla a su máximo, combinada con otras políticas”. Asimismo, el objetivo de la política monetaria es “facilitar en la medida que sea posible, el cumplimiento de los fines del sistema económico, producir y distribuir equitativamente entre los miembros de la sociedad el máximo volumen de los tipos más prácticos de artículos y servicios al menor costo social posible. Por lo tanto, la política monetaria es aquella que tiene relación con el manejo de medios de pago, o con la emisión de base monetaria, y que generalmente está vinculada institucionalmente con la autoridad monetaria (Banco Central) y con el sistema financiero.”⁶

A la vez, forma parte del conjunto de instrumentos de manejo macroeconómico de corto plazo, principalmente orientados a la atenuación de los ciclos económicos.⁷ Esto no significa que la política monetaria sea capaz, ella sola, de conseguir estos propósitos.

En conclusión la política monetaria es el procedimiento utilizado por el banco central para incidir en la economía por medio de su influencia sobre la expansión o la contracción del dinero y el crédito interno. En ese sentido, la política monetaria conlleva como objetivo central alcanzar la estabilidad de los precios por medio del control de la oferta monetaria, utilizando para el efecto instrumentos de política monetaria.

1. 3. Instrumentos de Política Monetaria.

Los instrumentos de política monetaria son los mecanismos que están bajo el control del banco central y que pueden utilizarse para cumplir los objetivos de la política monetaria. Generalmente, los instrumentos de política monetaria se clasifican en directos e indirectos (Alexander, Baliño y Enoch, 1995). Los instrumentos directos funcionan en virtud de la autoridad regulatoria que se le ha conferido al banco central; los instrumentos indirectos funcionan gracias a la capacidad del banco central para emitir dinero primario y el consiguiente impacto de las variaciones de la base monetaria sobre el mercado de dinero. Los instrumentos directos funcionan de acuerdo con reglas que tocan directamente a las tasas de interés o al volumen de crédito; los instrumentos indirectos funcionan mediante la influencia en las condiciones de la demanda y la oferta del mercado. A los instrumentos indirectos también se le denominan “instrumentos de mercado” ya que su utilización afecta el precio de mercado de las reservas bancarias en vista de que el banco central participa en transacciones con instituciones financieras y no financieras.

Es decir los instrumentos directos son aquellos con los cuales el banco central ejerce un control directo sobre los objetivos de la política, entre otros: la tasa de descuento, la tasa de interés y los controles de crédito, mientras los instrumentos indirectos son aquellos que afectan el objetivo monetario por medio de mecanismos del mercado, entre los que destacan las operaciones de mercado abierto.⁸

Los instrumentos utilizados por un banco central deben permitir influir sobre la variable instrumental elegida, la política monetaria y crediticia opera específicamente a través de los siguientes factores: oferta de crédito con relación a su demanda, el crédito, el volumen del dinero y la liquidez general de la economía.

Por lo tanto, los instrumentos se refieren a los precios o las cantidades que controlan el banco central, de manera directa e indirecta, con el propósito de alcanzar los objetivos últimos de política monetaria (estabilidad de precios, pleno empleo y tasa de crecimiento económico). Dentro de los instrumentos se pueden mencionar aquellos que permiten modificar los componentes del balance del banco central (operaciones de mercado abierto o cambios en los requerimientos de encajes) o, las tasas de interés a las cuales se conducen sus operaciones (como las de redescuento).

Los instrumentos de que se sirve la política monetaria para el logro de sus objetivos inmediatos son:

- a) **Encaje Bancario.**
- b) **Requisitos del Depósito Legal en el banco central para las instituciones que no formen parte de un grupo financiero.**
- c) **Operaciones de Mercado Abierto –OMAS-**
- d) **Compra y Venta de moneda extranjera.**

En Guatemala también se utilizan otros instrumentos de regulación monetaria, contenidos en la Ley Orgánica del Banco Central.

- a) **Emisión de Bonos de Estabilización.**
- b) **Recepción de Depósitos a Plazos por parte de la Banca central.**

1. 4. La Política Monetaria en Guatemala.

Antes de la aparición de la banca central el 1 de Julio de 1946, no se realizaba política monetaria. Con la fundación del Banco de Guatemala se empezó a elaborar y ejecutar la política monetaria, que según su ley orgánica (anteriormente decreto 215 del congreso de la república, actualmente se rige por el decreto 16-2002, que entró en vigencia en mayo 2002) se crea como Banco de Estado y descentralizado, debiendo funcionar con carácter autónomo.

Con base en el artículo 3° de la ley orgánica, “el Banco de Guatemala tendrá por objetivo fundamental, contribuir a la creación y el mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual, propiciará las

condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios". Por lo tanto la política monetaria, cambiaria y crediticia de la Banca Central, se formulaba siguiendo el objetivo plasmado en este artículo.

Con el propósito de ilustrar, seguidamente se traslada el objetivo principal de la política adoptada por la Junta Monetaria en los últimos años, de conformidad con las propuestas de política monetaria, cambiaria y crediticia del Banco de Guatemala.

Año 1990

La política monetaria se orientó a mantener un crecimiento moderado de la oferta monetaria, con el objetivo de evitar presiones en los precios internos y en el tipo de cambio, este último más sensible a desequilibrios financieros desde su liberación en noviembre de 1989.

Año 1991

A principios de 1991, el objetivo fundamental fue la estabilización financiera, para lo cual la autoridad monetaria diseñó una estrategia de política monetaria, cambiaria y crediticia tendiente a actuar sobre las causas de los desequilibrios macroeconómicos observados en 1990, es decir una estrategia capaz de ajustar la creación de dinero a las necesidades de la economía, los cuales se manifiestan en una inflación del 60%, una depreciación del quetzal frente al dólar de los Estados Unidos de América de alrededor de 48%, un elevado déficit fiscal y cuasifiscal, así como expectativas negativas en los agentes económicos en cuanto a la evolución futura de la economía.

Los objetivos fundamentales del programa de estabilización, fueron el abatimiento de la inflación a través de la corrección de los desequilibrios monetarios, la estabilización cambiaria y la liberalización de las tasas de interés, por lo tanto las metas cuantitativas fueron: el nivel de inflación debía situarse alrededor del 15%, el tipo de cambio nominal con una variación máxima de 15% respecto al año anterior, medios de pagos con un crecimiento máximo de 15% y finalmente la tasa de crecimiento por alrededor del 3.5%. Al finalizar el año, los resultados de la aplicación de medidas de política monetaria, fueron favorables, ya que la inflación se situó en un nivel de 9.2%, la tasa de crecimiento se situó en el 3.7%, así también el tipo de cambio la variación interanual fue 1.4%.

Año 1992

000007

La estrategia de política monetaria, cambiaria y crediticia para 1992 perseguía consolidar el proceso de estabilización y estimular el crecimiento económico, mediante la reducción del ritmo de crecimiento de los precios, lo cual permitiría la competitividad del sector externo, la liberalización de las tasas de interés de mercado y que el tipo de cambio mantuviera un nivel estable pero realista que reflejara las condiciones de mercado evitando fluctuaciones bruscas que pudieran afectar negativamente las expectativas de estabilidad y el dinamismo de la actividad económica.

Para el efecto, las medidas de la Junta Monetaria, preventivas y correctivas, perseguían mantener la liquidez de la economía en niveles adecuados, siempre a través de la variable indicativa de control monetario que era la emisión monetaria; los elementos fundamentales que lograron los objetivos fueron la política de crédito cero al gobierno, las operaciones de mercado abierto como principal instrumento de regulación monetaria y finalmente mantener vigentes las tasas de 20% de encaje legal y 3% de inversión obligatoria.

Año 1993

El objetivo fue el apoyo al crecimiento económico, por medio de preservar la estabilidad interna y externa de los precios, dentro de una estrategia de mediano y largo plazo, a través de neutralizar las fuentes de generación de liquidez de origen inorgánico, mediante la reducción de los activos internos netos del Banco de Guatemala, asimismo se mantuvo una política restrictiva hacia los bancos y sociedades financieras, y únicamente en situaciones de iliquidez de corto plazo, finalmente las OMAS fueron disminuyendo su utilización por parte del Banco de Guatemala para evitar presiones sobre la tasa de interés, de este modo el encaje bancario fue utilizado como instrumento de regulación.

Por lo tanto dentro de las metas cuantitativas se estableció que la meta de inflación fuera del 8% y además se planteó que las reservas monetarias internacionales se incrementaran con el propósito de fortalecer la posición externa del país.

Año 1994

Para 1994, los esfuerzos de política se encaminaron al único objetivo, que es la estabilidad de precios en un contexto donde la liquidez primaria sea congruente con la demanda de dinero de la economía y que, a su vez, permita conservar el nivel de reservas monetarias internacionales, a fin de mantener la estabilidad externa.

En este contexto, se hace necesario continuar la política de no otorgar crédito al sector público y bancario, así como la búsqueda de medidas que, sin causar presiones inflacionarias, propicien la disminución de las tasas de interés, así mismo se planteó eliminar el problema monetario estructural producto de los desequilibrios de la década pasada, provocados por el excesivo crédito directo al sector público y privado por parte del Banco Central. Al igual que para el año anterior, para el año 1994 la meta inflacionaria fue del 8% y se continuó con el fortalecimiento de la posición externa del país (Reservas Monetarias Internacionales), así mismo se estableció que el crecimiento de la oferta monetaria fuera del 13%.

Año 1995

El objetivo central fue mantener la estabilidad de precios, a fin de propiciar el crecimiento ordenado de la actividad económica, para lograr dicho objetivo se estableció una meta de inflación dentro del rango del 8% y 10%, de tal forma que los medios de pago podrían crecer en un 13% y 15% coherentes con la tasa de crecimiento económico esperada, como metas intermedias se establecieron una variación cero de los activos externos netos del Banco de Guatemala y un aumento de los activos internos neto de Q400 millones, equivalente al aumento de la emisión monetaria, asimismo consistente con la meta inflacionaria.

Año 1996

El objetivo general de la política monetaria para 1996, siguió centrandose en la estabilidad del nivel de precios, con la finalidad de propiciar el crecimiento ordenado de la actividad económica, en consecuencia el instrumento de control monetario siguió siendo el control del nivel de liquidez en la economía, además se trató de mejorar la efectividad del encaje bancario como instrumento de política monetaria, finalmente se buscó un mejor apoyo de la política fiscal a la política monetaria.

Año 1997

Para 1997 el objetivo central siguió siendo la estabilidad de precios, se estableció una meta de inflación entre 8% y 10%, la cual durante el año se logró mantener a un nivel de inflación del 7.4%, asimismo se dió un fortalecimiento en la posición externa del país, debido al aumento en las reservas monetarias internacionales, al igual que años anteriores la variables donde se ejerció mayor control monetario fue la emisión, mostrando un

comportamiento congruente con el objetivo de crecimiento económico y la meta de inflación.

Año 1998

La política monetaria en los últimos años ha establecido un objetivo central que es la estabilidad de precios, bajo la premisa que la estabilidad es una condición necesaria para un crecimiento económico sostenible. Bajo este esquema, se continuó con políticas encaminadas hacia dicho objetivo, por consiguiente se planteó la reducción de las reservas bancarias que serían compensadas con el uso de reservas monetarias internacionales tomando en cuenta el mantenimiento de cierto nivel de depósitos del gobierno en el Banco de Guatemala, la variable que se fijó como indicadora de la oferta de dinero, fue la emisión de dinero, respaldándose en otros indicadores tales como el crecimiento del crédito al sector privado y el comportamiento de los medios de pagos.

Año 1999

Para 1999, la política monetaria su objetivo principal fue propiciar una reducción gradual de la inflación, con vistas a lograr en el mediano plazo niveles de inflación similares a los de los principales socios comerciales de Guatemala, por lo tanto se planteó un meta de inflación en un rango de 5% y 7%, combinada con una tasa de crecimiento económico esperado de 3.9%, adicionalmente conforme con el objetivo planteado, se propone explicitar una meta de mediano plazo, en el sentido de que la tasa de inflación se reduzca gradualmente, hasta ubicarse en el año 2003 en un máximo de 3% en términos anuales, lo cual permitirá un aumento en la competitividad externa de la producción exportable del país. Las metas intermedias fueron las siguientes: Activos externos netos del Banco de Guatemala (AEN) se propuso que las reservas internacionales netas (RIN) fueran iguales en monto que el año anterior, esto significaba una variación cero de activos externos netos, el propósito de esto fue una señal de estabilidad para las decisiones de los inversionistas, empero dicho propósito significaba un deterioro en el indicador de meses de importaciones. Por lo tanto para los activos internos del Banco de Guatemala (AIN) se propuso un ajuste entre la oferta de la emisión y la demanda de la emisión esperada.

La variable instrumental fue la emisión monetaria, sin embargo existieron otras variables informativas que permitieron dar señales acerca del desenvolvimiento de la política monetaria, entre esas variables estuvieron: los medios de pagos, crédito bancario al sector privado y el tipo de cambio.

Año 2000

Para 2000, el objetivo central de la política monetaria fue preservar la estabilidad del nivel de precios, por consiguiente se propuso una meta inflacionaria de 5% y 7%, de forma que éste sea sostenible en el tiempo, el cual se basó en las siguientes condiciones: La coordinación de las finanzas del sector público (Gobierno y Entidades Públicas) como elemento fundamental para el éxito de la política monetaria; El mecanismo del mercado es el que debe regir el establecimiento de los precios macroeconómicos, se orientó a moderar la volatilidad de los precios macro (tasa de interés y el tipo de cambio), no a modificar su tendencia de equilibrio; la modernización integral del marco regulatorio y de supervisión así como el impulso a la competitividad son factores fundamentales para restablecer la creación secundaria del dinero, propiciando la eficiencia del mercado y darle efectividad a la política monetaria, además el fortalecimiento de la autonomía de la Banca Central también puede contribuir a tales propósitos. Cabe mencionar, un aspecto importante en este año qué fue el cambio de base del cálculo del Índice de Precios al Consumidor –IPC-, que modificó la canasta básica de 1983, con la cual se calculaba el índice de precios al consumidor. Este cambio significó una modificación en el proceso de cálculo de los precios internos, ya que éste permitió un mejor cálculo del nivel de inflación.

Año 2001

Para el 2001, fue propiciar la estabilidad del nivel de precios, se estimó como meta que el ritmo inflacionario no excediera de un rango de entre 4% y 6%, por otra parte las variables indicativas que tienen por objeto guiar y orientar las acciones de política, de tal manera permiten evaluar la consecución de la meta.

Dentro de este contexto las variables indicativas de desempeño de la política monetaria 2001, fueron: la emisión monetaria, tasa de interés dentro de esta la tasa parámetro (Un parámetro que es utilizado para orientar decisiones de participación en el mercado, incorporan ajustes que minimizan los riesgos de seguir la tasa de interés) y la tasa de paridad (Indicador del comportamiento de la tasa de interés y compatible con el programa monetario), medios de Pagos, el crédito bancario al sector privado, -tipo de cambio, -la inflación subyacente (Indicador que muestra las variaciones de precios que tienen más relación con las variables monetarias) y finalmente el índice de condiciones monetarias, el cual indica si ésta debe ser más o menos restrictiva la política derivado del comportamiento observado tanto en la tasa de interés y en el tipo de cambio, en otras

palabras señalaba la dirección que podría tomar la política monetaria con base a los cambios de la tasa de interés y el tipo de cambio.

Año 2002

El objetivo para el año 2002, al igual que en años previos, fue el de propiciar la estabilidad en el nivel de precios. Congruente con lo anterior, se estimó una meta del ritmo inflacionario entre un rango de 4% y 6%, esta meta se basó en una disciplina monetaria y fiscal sostenida, con el objetivo para converger en una tasa de inflación similar a la de los países industrializados en el largo plazo. Para este alcanzar dicho objetivo las variables indicativas fueron: la emisión monetaria, tasa parámetro, medios de pago y crédito al sector privado. Dentro de la implementación de la política monetaria se plantearon los aspectos estratégicos, los cuales fueron: el fortalecimiento de la moneda nacional en un marco de libre circulación de monedas, coordinación con la política financiera del Estado, sostenibilidad del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y el programa con el Fondo Monetario Internacional -FMI-.

Año 2003

Para 2003, el objetivo fundamental siguió siendo la estabilidad del nivel de precios, en lo referente a la meta de inflación ésta se situó en un rango de 4% y 6%, se estableció este rango para que permitiera que el crecimiento de la emisión monetaria fuera consistente con el crecimiento de la producción, y así evitar un exceso de liquidez en la economía. Dentro de las variables indicativas propuestas fueron: emisión monetaria, tasa de interés (tasa parámetro y tasa de paridad), medios de pago, crédito bancario al sector privado, tipo de cambio, inflación subyacente y el índice de condiciones monetarias.

Por otra parte, se establecieron ciertas medidas para que contribuyeran a la efectividad de la política monetaria, estas fueron: la coordinación con la política fiscal, la continuidad de la modernización del sistema de pagos y rendición cuentas y divulgación de información. Así mismo, se establecieron con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental de la estabilidad de precios los siguientes principios de mercado: enfoque en el objetivo fundamental, estabilidad en las tasas de interés de corto plazo, adecuación de la oferta de dinero primario y la flexibilidad cambiaria.

1.5. Incidencia de los Instrumentos de Política Monetaria en Guatemala

En sus casi 50 años de existencia del Banco de Guatemala, se han utilizado todos los instrumentos de regulación monetaria contenidos en su ley orgánica. Sin embargo, tuvieron más relevancia al inicio de la creación del banco, las operaciones de redescuento, el encaje bancario y la fijación de la tasa de interés. Estos instrumentos se siguen utilizando a excepción de la fijación por la autoridad monetaria de la tasa de interés, ya que la práctica en los últimos años ha sido la de dejar que sea el mercado el que determine el tipo de interés bancario habiendo legalizado esta práctica con las reformas a la ley orgánica del Banco de Guatemala, por medio del cual se derogan los artículos 99 y 100 de dicha ley (Decreto 215), que se referían a la fijación de la tasa de interés tanto activas como pasivas por parte del Banco de Guatemala.

Hasta la década de los años ochenta la política monetaria se apoyó principalmente en instrumentos directos, tales como tasas de redescuento, topes de carteras, tasas de interés y tasas de encaje. La necesidad de la autoridad monetaria de aplicar medidas que permitieran contrarrestar los desequilibrios provocados por los excesos de liquidez de la economía, exigió un cambio fundamental en el criterio de selección de instrumentos de política, de tal manera que, a finales de 1980, la Junta Monetaria decidió reducir el empleo de instrumentos directos y dar un uso intensivo al encaje bancario y a las operaciones de mercado abierto.⁹

1.5.1. Política de Redescuento.

En las primeras tres décadas de vida del Banco de Guatemala, ésta, fue una política muy activa, se otorgaba préstamos a los bancos del sistema, para restituir liquidez, siempre que los recursos se orientaran a las actividades productivas permitidas por las leyes bancarias. En este sentido, se asistía crediticiamente a los bancos mediante cupos de préstamos por destino económico. Cuando la liquidez del sistema bancario se incrementó en la década de los ochenta, se comenzó a reducir la asistencia del banco central, al gobierno central y a las otras instituciones del sector público.

En tal sentido, la política de redescuento y de crédito en general del banco central, es de no otorgar recursos a los bancos y al sector público, en consecuencia no se producirá monetización por esta vía. Sin embargo los crecientes problemas que afrontaron diversas

instituciones bancarias y financieras del sistema financiero nacional ha obligado al banco central a conceder préstamos de reestructuración (Prestamista de última Instancia) para dichas instituciones, principalmente a los Bancos Metropolitano y Promotor, empero existían más instituciones que tienen problemas financieros como el Crédito Hipotecario Nacional, Banco del Nororiente y Banco del Ejército, se estima que el costo de estos préstamos forman parte del costo de política monetaria para los años 2000 y 2001, esto implicó una monetización por esta vía por parte del Banco de Guatemala en los últimos años.

1.5.2. Operaciones de Mercado Abierto

Estas operaciones están contempladas en el artículo 46 de la ley orgánica del Banco de Guatemala (Decreto 16-2002) y se han practicado desde el inicio de operaciones del banco; sin embargo su uso más intensivo se ha observado en los últimos años. Las operaciones de mercado abierto han sido utilizadas desde la creación del Banco de Guatemala, pero dadas las condiciones de un limitado mercado de valores, estas operaciones, al igual que en otros países de América Latina, fueron utilizadas en menor grado entre los instrumentos de política monetaria.

Sin embargo, a partir de 1990 la Junta Monetaria, autorizó al Banco de Guatemala para realizar Operaciones de Mercado Abierto mediante el uso de bonos del tesoro que tenía en su cartera, con garantía de recompra diferida y el reconocimiento de un diferencial sobre la tasa de interés, el cual estaba en función directa del plazo de la inversión. Esta medida se aplicó con vistas a propiciar la liberalización del sistema financiero, regular la liquidez de la economía y, de esta manera, lograr la estabilidad. La misma perseguía reducir las presiones sobre el tipo de cambio y los precios internos, así como evitar el deterioro del ahorro interno y abatir las expectativas negativas de los agentes económicos sobre estas variables. Sin embargo, no redujo la oferta monetaria en los niveles deseados, ya que se registró un crecimiento en los medios de pagos alrededor del 7% con respecto a la meta, la utilización de dicho instrumento significó para el banco central un costo de política monetaria de Q54.1 millones.¹⁰

Esta política ha sido efectiva en el sentido de estabilizar el mercado monetario, retirando temporalmente de la circulación fondos excedentes que ejerzan presiones inflacionarias y reponiendo fondos en la circulación para combatir presiones inflacionarias. Empero, ha provocado que la economía se monetice por los intereses que

han tenido que pagar para mantener esta política, especialmente en los últimos años en que las tasas de interés pasivas han estado en niveles superiores al 15%. Sin embargo, se considera que las OMAs se han venido constituyendo en el instrumento sustitutivo del encaje, ya que estas propician una mayor participación de los inversionistas financieros en las operaciones que en el Banco Central promueve bajo dicho mecanismo, a pesar de los costos que estas operaciones implican.

De acuerdo con el Banco de Guatemala, las operaciones de mercado abierto fueron necesarias en el proceso de "estabilización económica", principalmente, para abatir la "inflación" y restituir las reservas monetarias internacionales. Sin embargo, estas operaciones se han constituido en una fuente generadora de emisión monetaria importante; el pago de intereses que el Banco de Guatemala efectúa sobre estas colocaciones inciden en la generación de los déficits cuasi fiscales debido a que los costos operacionales del banco central aumentan. Dados los abultados volúmenes a neutralizar y/o esterilizar, estas operaciones provocan presiones alcistas en la tasa de interés porque el Banco de Guatemala tiene que competir en la captación de activos financieros con el sistema financiero nacional con tipos de interés más elevados provocando influjos de capital más voluminosos. Esto a su vez, ocasionó más pérdidas operacionales y así sucesivamente.¹¹

1. 5. 3 Encaje Bancario

Desde la creación del Banco de Guatemala en 1945, y hasta 1978, la Junta Monetaria hizo uso moderado de la política de encaje para regular los niveles de liquidez de la economía del país. En efecto, las tasas de encaje originalmente fijadas en 25% para los depósitos monetarios a la vista y de plazo menor y en 10% para los ahorro y de plazo mayor, fueron modificadas luego de transcurrido un lapso de alrededor de quince años, incrementándose a 35% y 15%, respectivamente. Dichas tasas permanecieron invariables durante otro período similar. Pero en septiembre de 1974, la tasa para los depósitos monetarios y de plazo menor fue incrementada gradualmente hasta situarse en 40% hacia finales de dicho año.¹²

A partir de 1979 la Junta Monetaria adoptó la decisión de hacer un uso más intensivo del encaje para el control de la oferta monetaria, para lo cual, no obstante para mantener un 40% en la tasa para los depósitos monetarios y de plazo menor, modificó el sistema de tasas fijas de encaje, estableciendo tasas que variaban en forma estacional para el caso de los depósitos de ahorro y plazo mayor. A pesar de que el mecanismo estacional

fue abandonado al año siguiente, retornándose al esquema de tasas fijas de encaje, cabe destacar que en el período de 1975 a 1985 se evidenció una mayor inclinación de la autoridad monetaria por utilizar las tasas de encaje como un instrumento de política monetaria.

Con el Programa de Reordenamiento Económico y Social, en 1986, el enfoque de la política monetaria y crediticia principió a modificarse, dando paso a criterios que privilegiaban el desenvolvimiento de la economía bajo mecanismos de mercado, lo que paulatinamente ha exigido la definición de reglas claras para los agentes económicos y la eliminación de distorsiones en la economía. Tal situación propició un uso moderado de la política de encaje como instrumento de regulación monetaria.

A partir de marzo de 1991, con el propósito de abatir tendencias inflacionarias y corregir desequilibrios monetarios fundamentales, la autoridad monetaria creó la figura de la Inversión Obligatoria de los Bancos del Sistema, la que, por su naturaleza, puede considerarse como un encaje remunerado. Si bien la aplicación de dicha figura complementó el papel que había venido jugando el encaje como un medio para neutralizar la liquidez, también se le atribuye el beneficio de disminuir las distorsiones que éste causa, ya que por la vía de la reducción del margen de intermediación, retribuye el costo de los recursos captados del banco.

En Guatemala el encaje bancario ha sido utilizado como reserva obligatoria para garantizar un mínimo de liquidez bancaria, para facilitar los mecanismos de compensación de cheques y como instrumento de control monetario. Esta última función ha afectado en mayor grado la eficiencia en la intermediación financiera, ya que tiene la desventaja de causar distorsiones en el mercado, al aumentar la diferencia entre las tasas activas y pasivas del sistema bancario, influyendo negativamente en el comportamiento de algunas variables macroeconómicas.

Efectivamente, la referida distorsión se hace más evidente cuando el nivel de la tasa de encaje aumenta. Esta situación se experimentó en Guatemala especialmente en 1993, cuando la autoridad monetaria decidió aumentar la tasa de encaje bancario. Así, se ejerció presión hacia el alza de las tasas de interés activas del sistema bancario, repercutiendo negativamente en el crédito, por lo que se contrajo la inversión.¹³

Actualmente la tendencia es hacia la reducción del encaje legal, como forma de eliminar paulatinamente las distorsiones que causa sobre la intermediación, y de esa forma reducir el spread financiero existente.

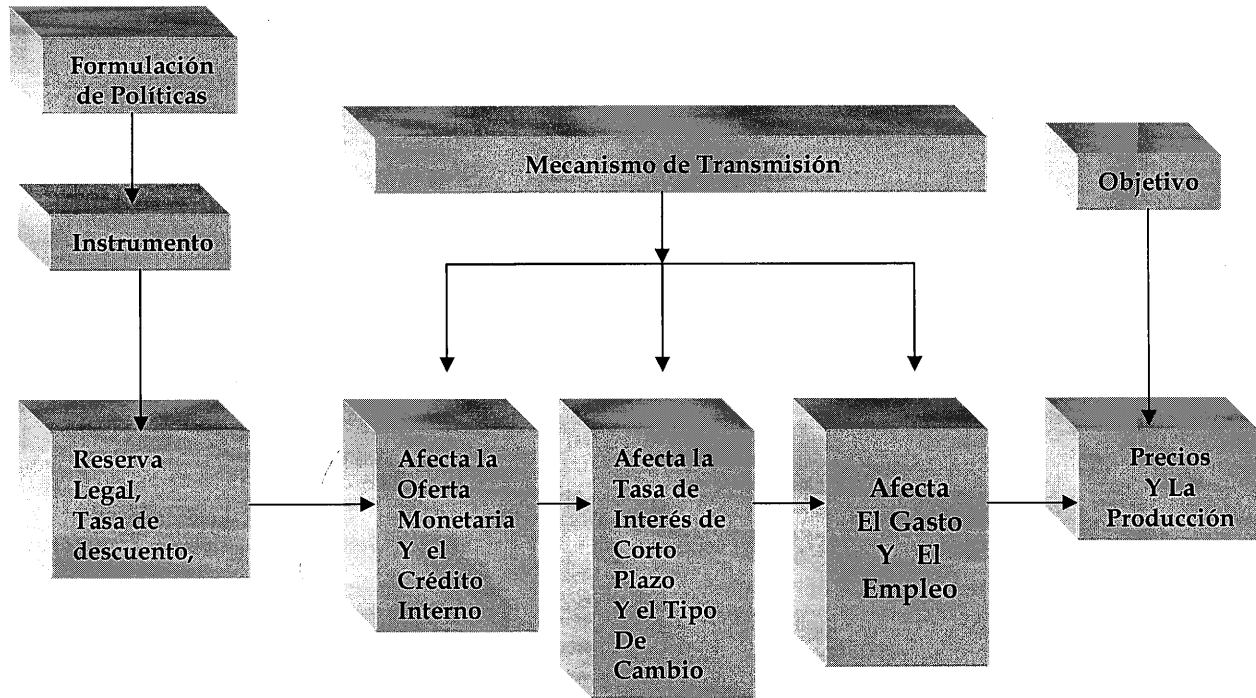
1. 6. Los Canales de Transmisión de la Política Monetaria

El mecanismo de transmisión de la política monetaria, es el término utilizado para describir las diversas vías a través de las que los cambios de la política monetaria del banco central, incluyendo la cantidad de dinero, afectan el producto y los precios. Así, dentro del análisis keynesiano el mecanismo de transmisión se realiza a través de la tasa de interés. Dentro de este enfoque los cambios en la oferta monetaria, dada la función de demanda de dinero estable y sensible a las tasas de interés, afectarán los tipos de interés para igualar la demanda de dinero con los cambios en la oferta, los cambios en las tasas de interés afectarán los gastos de inversión, y estos a su vez afectarán el ingreso. Por otro lado, los cambios en las tasas de interés del banco central afectan la demanda real y el producto porque en el corto plazo, con las expectativas inflacionarias sin cambio, los movimientos en las tasas de interés nominales se reflejan en cambios de las tasas reales. En el mecanismo de transmisión de las tasas de interés al producto y los precios, se pueden destacar tres efectos: un efecto sustitución, un efecto ingreso y un efecto riqueza.¹⁴ (Véase diagrama 1)

Efecto Sustitución: Un aumento en las tasas de interés, encarece las inversiones a las empresas y familias, por lo que éstos disminuirán sus gastos. Por esta razón la demanda de crédito interno, la cantidad de dinero y la demanda real decrecen. **Efecto Ingreso:** Habrá un efecto de redistribución del ingreso por el incremento de las tasas de interés desde los prestatarios (jóvenes y gobierno) hacia los ahorradores, como a las personas de más edad. Como los ahorradores tienen una propensión menor a gastar que los prestatarios, el gasto agregado de la economía disminuye. **Efecto Riqueza:** Cuando las tasas de interés aumentan reducen generalmente el precio de los activos financieros y reales, lo que disminuye la riqueza de los individuos y esto, a su vez estimula el gasto corriente de los mismos.¹⁵

Diagrama 1

MECANISMO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA



Fuente: Elaboración propia con base al artículo "Notas sobre Política Monetaria", Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

Una mayor tasa de interés produce otros efectos que refuerzan lo descrito: atrae mayores flujos de capitales hacia el país y, mediante su influencia negativa sobre la demanda agregada, también tiende a reducir la demanda de moneda extranjera o aumentar su oferta, según sea el caso. Ello, por el efecto que ejerce sobre algunas de las transacciones de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ambos efectos tienden a apreciar el tipo de cambio y, por ello, también contribuyen a reducir la inflación. En algunos países el vínculo entre el tipo de cambio y los precios es fuerte e inmediato. En otros domina la relación entre las tasas de interés y la demanda agregada.

Resulta también interesante explorar la acción opuesta: es decir, aquella que producirá un aumento en la inflación. Si un banco central disminuye su tasa de interés, podrá acabar estimulando la demanda agregada y deprimiendo el tipo de cambio. Ambos hechos tenderán a aumentar la inflación. Una mayor inflación incrementa la demanda

nominal de moneda. Así, la lubricación diaria del mecanismo de pagos hace que el banco central pueda traducirse en el acomodo de una mayor oferta monetaria.¹⁶

Aunque los canales de transmisión de la política monetaria difieren en cuanto a intensidad entre los países como resultado de una diversidad de experiencias históricas y arreglos institucionales, éstos conforman el menú de instrumentos de política disponibles para los bancos centrales y para los encargados de la política económica en el mundo.

En función, entre otras variables, de las preferencias del público, del grado de independencia del Banco Central y de su credibilidad, del nivel de inflación presente y pasada, y del tamaño y apertura de la economía, todo el banco central elegirá un conjunto de objetivos y de variables instrumentales para llevar a cabo su misión.

1. 7. Concepto de Volatilidad

La volatilidad de una variable se refiere al grado de variabilidad -de corto plazo- que presenta a lo largo del tiempo. Por lo tanto, la volatilidad interesa en la medida en que se constituya en un factor que incremente el riesgo de inestabilidad en el comportamiento de la variable en los mercados económicos o financieros.

Además, un problema fundamental de la volatilidad es la imposibilidad de cuantificar exactamente todas las variables que transmiten información relevante acerca del futuro de la economía.

Asimismo, una excesiva volatilidad provoca que los mercados proporcionen señales confusas a los agentes económicos (empresas y familias). La volatilidad puede aumentar la incertidumbre y desincentivar la inversión, reducir el crecimiento económico y deteriorar el nivel de vida.

Por consiguiente, la volatilidad histórica de una variable es una medida de los cambios en los precios de dicha variable durante un período específico en el pasado. Matemáticamente, la volatilidad se determina a través de la desviación estándar anualizada durante un período específico.

Por otra parte, la inestabilidad económica puede llevar a la inestabilidad financiera. Una definición de estabilidad financiera es la ausencia de costes macroeconómicos producidos por alteraciones en el sistema de intercambio financiero entre familias, empresas y entidades de servicios financieros.

Por lo tanto, la estabilidad financiera se manifiesta de tres formas:

- Una infraestructura regulatoria efectiva
- Mercados financieros efectivos
- Instituciones financieras sólidas

La inestabilidad financiera se manifestaría en última instancia a través de:

- Quiebras Bancarias.
- Intensa volatilidad del precio de los activos financieros.
- Colapso en la liquidez de los mercados financieros.

Si bien es cierto que el desarrollo del mercado financiero posibilita la eficiencia en el uso de los recursos, canalizándolos hacia actividades más productivas; así también es cierto que aumenta las posibilidades de canalizar los recursos financieros hacia actividades especulativas.

De la misma manera, la alta volatilidad de los mercados financieros es resultado tanto de la liberalización de los mercados financieros como de un incremento en el monto y la velocidad de los flujos de capital globales. Por consiguiente, la especulación en los mercados financieros se refleja en la volatilidad de los precios de los activos financieros.¹⁶

Finalmente, los cambios bruscos en los precios de ciertos activos financieros como el tipo de cambio y tasas de interés, acompañados del surgimiento de burbujas especulativas, generan problemas macroeconómicos que inciden fuertemente en el comportamiento inestable de los precios.

La variabilidad de precios se entiende como una situación en donde la economía se ve sometida a alzas o bajas en su nivel general de precios. Actualmente, cuando se habla de variabilidad de precios, generalmente se trata de una situación en donde la tendencia es hacia el alza, o sea que se trata de un proceso inflacionario. La inflación puede definirse como un aumento generalizado de precios, no de algunos, sino tanto de los precios de los bienes como de los factores de la producción.

¹ Zetina Puga, Manuel, *Moneda y Banca*, 1996, Guatemala, pp. 135.

² Existen otras escuelas, tales como la Estructuralistas, Dependientista, Marxistas, o más recientemente Neoestructuralistas, Neomonetaristas, Oferistas, etc. Sin embargo estas no pusieron énfasis en la teoría política monetaria.

³ Recinos Rivera, Sergio Francisco, *La Política Monetaria en Guatemala: Un Análisis de su Impacto Externo y Interno*, revista Banca Central No. 15, 1992, Guatemala, pp. 16 a 20.

⁴ Ídem.

⁵ Zetina Puga, Manuel, *Moneda y Banca*, 1996, Guatemala, pp. 135

⁶ Ídem.

⁷ Barth, Richard C, *El Marco de la Política Monetaria, Macroeconomics Management Programs and Policies*, edición Moshin, Págs. 139-167 (Washington Fondo Monetario Internacional, 2000).

⁸ Ortiz García Aníbal y Calderón Gustavo, *Del Encaje Bancario a otros Instrumentos de Control Monetario: Experiencia reciente en Guatemala*, Revista Banca Central No. 28, 1996, Guatemala, pp. 62.

⁹ Ídem.

¹⁰ Ídem. pp. 67.

¹¹ Santiago, Rolando, *La Bomba Monetaria*, Banco de Guatemala, Guatemala, pp. 77.

¹² Ortiz García Aníbal y Calderón Gustavo, *Del Encaje Bancario a otros Instrumentos de Control Monetario: Experiencia reciente en Guatemala*, Revista Banca Central No. 28, 1996, Guatemala, pp. 72.

¹³ Ídem. pp. 73.

¹⁴ Leite Pereira, Sergio, *Instrumentos de Política Monetaria*, Departamento de Asuntos Monetarios y Cambiarios, Fondo Monetario Internacional (FMI), Doc. No. 547-5, 1992, Washington D.C., pp. 22.

¹⁵ Rodríguez, Flavia, *Notas sobre Política Monetaria*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), México, 1998, pp. 22.

¹⁶ Figueroa Chávez, Walter Orlando, *Inflación e Incertidumbre Inflacionaria. El Caso Guatemalteco*, tesis de graduación Economía. USAC, Junio 2000.

CAPITULO II

IMPACTO DE LA POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA

2. 1. Impacto de la Política monetaria desde la Década de los Años Cincuenta hasta los Años Setenta.

La ausencia de importantes perturbaciones internacionales (incremento de los precios de las materias primas, recesión, deflación e inflación externa) e internas generaron un ambiente de estabilidad en Guatemala, esto contribuyó a uno de los rasgos más significativos de la economía guatemalteca durante este período que fue el elevado ritmo de crecimiento económico, con una tasa promedio de crecimiento de 5.5% anual, un reflejo del largo período de auge que la economía internacional alcanzó después de la segunda guerra mundial, el cual se realizó bajo un marco de una estabilidad comercial, financiera y monetaria internacional hasta mediados de los setentas.¹

Internamente, se mantuvo la paridad cambiaria del Quetzal frente al Dólar (Q1.00 por US\$1.00), hasta 1972 año en el que el Congreso aprobó una nueva paridad del Quetzal; es decir el quetzal se devaluó en 7.9%, en ese mismo año, siendo necesario contratar financiamiento externo con el fin de salvaguardar la estabilidad de la tasa de cambio y se impusieron restricciones cambiarias. En 1973, nuevamente el Congreso decretó otra devaluación del 10% (el dólar también se devaluó en esa misma cuantía) y se levantaron las restricciones cambiarias.²

Para este período, las tasas de interés se ubicaron entre el 7.2 y 9.5%, la inflación fue relativamente baja (en algunos años el crecimiento de los precios fue negativo), representado en gran parte por la inflación importada, de esta forma la economía se

mantuvo al margen de las crisis inflacionarias y cambiarias que afectaron a la región latinoamericana en esos años.³

Sin embargo, esta situación se observó en los inicios de la década de los setenta, por que la inflación se empezó a manifestar a partir de 1973 cuando subió a un 14.4%, las perturbaciones en las economías internacionales comenzaron a provocar desequilibrios internos por medio de la inflación importada, esto debido a que el dólar se convirtió en una moneda clave bajo el sistema Bretton Woods, cualquier variación por pequeña que fuera afectaría a cualquier economía. Posteriormente Estados Unidos de América decretó la inconvertibilidad del dólar y los tipos de cambio de las principales monedas del mundo comenzaron a flotar libremente.

Durante este período, la estabilidad financiera-monetaria se fundamentó en lo restrictivo en que fueron la política fiscal, la política monetaria y crediticia, la primera se distinguió por un perfil conservador, esto significó que el déficit fiscal como porcentaje del PIB se situó en menos del uno por ciento. Para la política monetaria se observó que el crecimiento de los medios de pagos (En promedio las tasas anuales fluctuaban entre el 5.1 y 7.3%) fueron compatibles con el crecimiento de la economía.⁴

Con respecto a la política crediticia también se caracterizó por ser restrictiva, cuya aplicación se centró fundamentalmente en la fijación por parte de la autoridad monetaria, restringiendo las tasas máximas de interés que los bancos podían cobrar en sus operaciones activas; e incluso, cuando era necesario, el establecimiento de topes de cartera crediticia bancaria a la actividad comercial, con el fin de evitar procesos de monetización que comprometieran el equilibrio de la balanza cambiaria y, en general, la posición externa de la economía.

Asimismo, la tendencia general y orientación del financiamiento crediticio al sector agrícola estuvieron determinadas por la política empresarial de los bancos privados, la cual se fundamentaba en criterios de respaldo patrimonial, rentabilidad y magnitud de la actividad económica de los productores demandantes del servicio crediticio; en este marco el sector agroexportador de productos tradicionales se constituyó en el principal beneficiario de ese servicio, pues la evolución de los niveles de atención crediticia en última instancia, estuvo pautada por la demanda ejercida por dicho sector; ésta, a su vez, respondía a la dinámica de los precios a nivel mundial. Así, la participación del sector público como fuente de crédito se centró fundamentalmente en las operaciones de adelantos y descuentos por parte del banco central, las que, así mismo, favorecían a las empresas dedicadas a la agro exportación.⁵ Por consiguiente a

mediados de los años setenta y bajo la influencia de la teoría keynesiana se estimaba que la política monetaria se orientaba a controlar la tasa de interés, para así contribuir a incentivar al máximo la inversión privada y, consecuentemente, el empleo y el crecimiento económico.

Por lo tanto el patrón oro garantizaba la estabilidad del dinero por medio del método de emisión monetaria y el llamado ajuste automático de la balanza de pagos, la cantidad de dinero en la economía únicamente podía aumentar y disminuir cuando salía o entraba oro dependiendo de los resultados favorables o desfavorables de la balanza de pagos: Bajo el patrón oro, el tipo de cambio era fijo por lo tanto, no desempeñaba ningún papel relevante en la economía. En cambio la tasa de interés jugaba un papel fundamental, el equilibrio externo se obtenía por medio del mecanismo de la tasa de interés. Durante los años de 1965-1971, los instrumentos de política monetaria utilizados en el país fueron la tasa de descuento, el encaje legal, controles de crédito y controles de cambio, las operaciones de mercado abierto no fueron utilizados como un medio para influir en los límites físicos del acervo de dinero, debido a la ausencia de mercados organizados de dinero y de capitales.

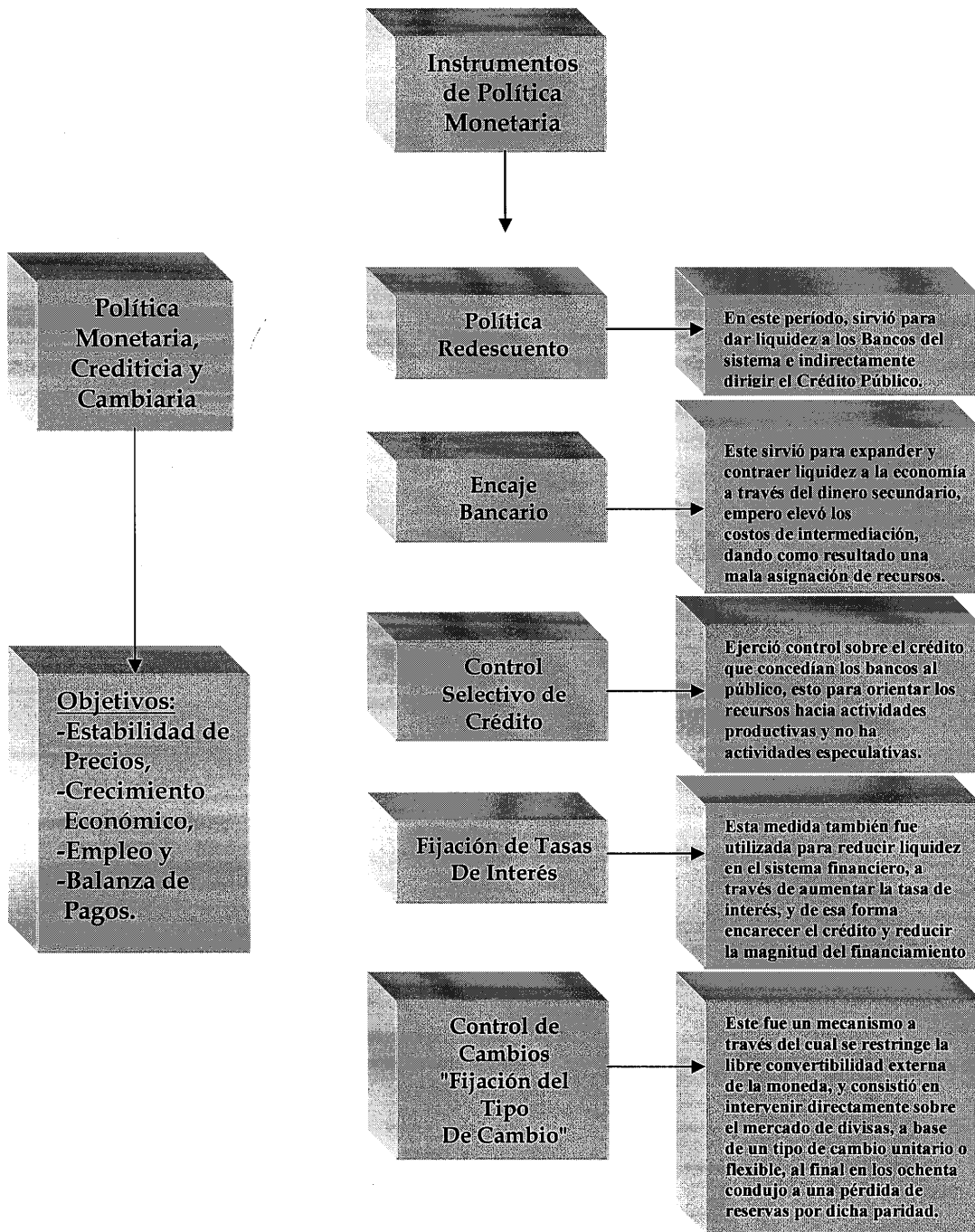
Después de 1971, para el logro de los objetivos, se incorporaron otros instrumentos tales como los requerimientos mínimos de capital y reservas de capital, operaciones del sector público y operaciones de los bancos del sistema, además como medida complementaria de política monetaria se aprobaron tasas estacionales de encaje bancario para los depósitos de ahorro y de plazo mayor con el fin de aumentar la liquidez y estimular el crecimiento del crédito privado.

Por otra parte la autoridad monetaria en 1975 cambió las tasas pasivas y activas, pasando de un nivel de 6.5% y 8% a un 9% y 11% respectivamente, esta medida buscaba frenar el traslado del cuasidineró hacia el medio circulante, aumentando la rentabilidad, así como también contrarrestar el deterioro de la tasa de interés real, provocado por el aumento del nivel de precios (la tasa de inflación en 1975 fue de 13.1%). En conclusión la política monetaria y crediticia contribuyó en parte a la baja capacidad de ahorro interno, y por ende a la alta necesidad de recurrir al endeudamiento externo, al mantener, sobre todo después de 1973, tasas de interés nominales fijas, que redundaron en tasas de interés reales negativas.

La política cambiaria, por su parte, a partir de la realineación monetaria internacional de 1971, desincentivó las exportaciones, por un lado, y estimuló las importaciones, por el otro, al mantener un tipo de cambio sobrevaluado, lo que

contribuyó a una situación deficitaria en la cuenta corriente de la balanza de pagos del país para ese año de 2.3%, que fue creciendo progresivamente, sobre todo a partir de 1973 y que para 1978 alcanzó un considerable 4.3%.⁶

A continuación se presenta un cuadro sinóptico del desarrollo de la política monetaria en Guatemala durante el período de los años cincuenta hasta los setenta.



Fuente: Elaboración propia con base al artículo "Política monetaria, intermediación financiera y crecimiento económico: la experiencia de Guatemala 1970-2002", Revista Banca Central No. 44. Banco de Guatemala, 2003

Cabe mencionar, que los objetivos de la política monetaria han venido variando de acuerdo con las condiciones imperantes en la economía mundial y la evolución de los mercados. Por lo tanto cuando los formuladores de política se basaban en los supuestos de la Teoría Cuantitativa del Dinero, cuyo argumento central sostenía la existencia de una relación directa entre la oferta monetaria y los precios, el objetivo se constituía, en general, en el nivel de precios. Después prevaleció la Teoría Monetaria Pre-Keynesiana, basada en el modelo neoclásico Walrasiano, la estabilidad en el nivel general de precios continuaba fungiendo como el objetivo de la política monetaria.

Luego, cuando surge el paradigma Keynesiano, la Teoría Cuantitativa del Dinero es cuestionada, al sostenerse que el nivel de producción dependía de la demanda efectiva y que los movimientos en su nivel respondían en función inversa a la tasa de interés; en ese entonces, el objetivo de la política monetaria se sustituyó por el sostenimiento del pleno empleo.

Recientemente, Milton Friedman cuestiona la posibilidad de sostener la tasa de interés y afirma que la regla monetaria más favorecida es que el dinero debería crecer a una tasa anual constante determinada por la tasa anual constante determinada por la tasa de crecimiento secular del PIB real ajustado por los cambios en la velocidad de circulación del dinero. En este sentido, expresa que el objetivo de la política monetaria debería ser el equilibrio en la balanza de pagos (tipo de cambio). Como fruto de esos desarrollos teóricos, fue común observar en las décadas de los sesenta y setenta, que los objetivos de la política monetaria se centraban en el equilibrio de la balanza de pagos, la estabilidad de precios y el pleno empleo.

Sin embargo, fue común también observar que esos objetivos generalmente no se alcanzaban simultáneamente (argumento que se sustentaba en la Curva de Phillips). Por eso, a raíz de la aparición del fenómeno conocido como estanflación, en la década de los setenta, así como por la recesión experimentada en un gran número de países en los años ochenta, nuevamente se cuestiona la validez de tales objetivos, llegándose a la conclusión, a principios de los años noventa, de que el objetivo de la política monetaria debería ser la estabilidad en el nivel general de precios.⁷

En el caso de Guatemala, como se pudo observar en esos años, los objetivos se planteaban en términos cuantitativos de crecimiento de los principales agregados monetarios, así como crediticio, incluyendo metas de crédito tanto al sector público como al sector privado, inclusive para diversas actividades productivas que se

consideraban importantes, asimismo se fijaban topes máximos a los precios de mercado como tasa de interés y tipo de cambio.

En conclusión, para esos años la política económica se desarrollaba en un contexto donde el banco central trataba de mantener como objetivos de la política monetaria, tanto la fijación macroeconómica de precios como la evolución de los agregados monetarios, por la vía de las cantidades, lo cual, desde el punto de vista teórico, resulta inconsistente, sobre todo, siendo la economía guatemalteca pequeña y abierta al exterior, situación que la hacía altamente vulnerable a shocks externos.

2. 2. Impacto de la Política Monetaria desde la Década de los Años Ochenta hasta la Actualidad.

A partir de 1979 se empezó a marcar el deterioro de la economía guatemalteca, las tendencias de crecimiento con estabilidad observadas durante un periodo de 30 años, comenzaron a revertirse, como resultado de factores internos y externos, que tuvo como resultado la más grave recesión económica que Guatemala ha experimentado y que aún experimentan sus efectos.

La agudización de los desequilibrios macroeconómicos y la inestabilidad financiera trajo para la economía una caída de la tasa de crecimiento real del PIB al 3.8% para 1980, para los años siguientes la situación fue más drástica pues la tasa se ubicó en 0.7% para 1981, por lo que el promedio entre 1980-1986 fue de una tasa de -1.6%, esto significó una reducción del PIB per capita, tanto la crisis económica como las convulsiones políticas y sociales que afectaron la región, también contribuyeron a generar un clima de desconfianza e inseguridad, desalentando la inversión y también provocaron una fuga de capitales.⁸

La ruptura de los desequilibrios macrofinancieros se observa en el deslizamiento acelerado del tipo de cambio nominal, que en el mercado extrabancario o mercado paralelo se elevó de Q.1.06 por US\$1.00 en 1981 a Q.2.96 en 1985.

La tasa de interés nominal interbancaria para operaciones activas aumentó del 10.8% por ciento en 1980 a casi el 14% en 1982, con el propósito de restar la liquidez en la economía, así evitar la creciente fuga de capitales, para 1982 nuevamente subió la tasa pasiva en 4 puntos y se redujo la tasa activa en 3 puntos, con el propósito de reactivar la producción, luego para 1985 se da otro incremento por parte de la Junta

Monetaria con el objeto de incrementar la captación de recursos, registrándose 4 puntos para la pasiva y 3 para la activa, finalmente en condiciones que la autoridad monetaria continuaba con la regulación del comportamiento de la tasa activa y pasiva mediante el establecimiento de techos máximos que los bancos del sistema podían pagar y cobrar.

Desde el punto de vista de la política monetaria, el principal instrumento de ajuste fue la emisión de bonos de estabilización, por un monto de Q400 millones, con el propósito de disminuir los excedentes de liquidez. Con esta medida se subsidio a sus tenedores, al garantizarles un tipo de cambio de Q1.00=US\$1.00, asume el Estado la deuda externa privada, otro instrumento que fue usado para restringir la liquidez durante este período fue el encaje bancario, este se fijó en 35% para los depósitos a la vista y de plazo menor, y 10% para los depósitos de ahorro y de plazo mayor.

A finales de 1985, se inicia un incremento acelerado de la liquidez y para esterilizar este excedente, la Junta Monetaria eleva la tasa de encaje de manera gradual en 6 puntos porcentuales por encima de la tasa vigente.

Asimismo, las variables monetarias asumieron magnitudes desproporcionadas que incidieron en el incremento del índice del costo de vida. La liquidez se expandió en forma desproporcionada, pasando cerca de Q.1.8 millones a Q.7.4 millones, entre 1980 y 1990; su expansión se debió fundamentalmente al incremento de los activos internos (incremento del crédito), en vista que la monetización externa más bien fue de signo negativo durante toda la década de los ochenta (las reservas internacionales netas -RIN- fueron negativas a partir 1981).

Esto fue el resultado como consecuencia que el gobierno no estaba en condiciones de reducir los gastos (es más la política de gasto público durante 1978-1981, continuó su carácter expansivo, explicada por rigidez en el gasto corriente y en la necesidad de finalizar proyectos grandes de infraestructura) significativamente y recaudar suficientes ingresos tributarios para cubrir la brecha fiscal; entonces fue necesario sustituir el financiamiento externo por financiamiento interno tipo inflacionario, esto significó que los déficits presupuestarios eran financiados por medio de un aumento de la emisión de dinero. Por lo tanto los déficits fiscales en relación con el PIB se situaron desde 4.7% en 1980, hasta 7.4% en 1981 y 3.8% por ciento en 1984, finalmente la carga tributaria se contrajo en forma continua desde 1979, hasta situarse en 6.1% en 1995.⁹

En ese contexto, el crédito interno neto al gobierno central, originado como se mencionó anteriormente por la emisión inorgánica del Banco de Guatemala, mostró un

crecimiento elevado al grado que en 1980, se quintuplicó con respecto al año anterior y prácticamente se duplicaron en el ejercicio fiscal de 1981, lo que determinó el crecimiento acelerado de los medios de pago a tasas del 22% en 1980, y a un promedio anual del 14% entre 1981 y 1985.

Cabe mencionar que comúnmente, se dice que los déficits fiscales fueron la causa de los desórdenes monetarios en la década del ochenta, sin embargo existieron otros factores mucho más importantes como: primero, la adopción de un tipo de cambio múltiple; segundo, en 1983 y 1984, la Junta Monetaria autorizó al Banco de Guatemala asumir la deuda comercial externa privada cuando el quetzal se estaba devaluando rápidamente; y tercero, el endeudamiento externo de la banca central para sostener el tipo de cambio (redujo considerablemente las reservas monetarias internacionales por mantener dicha medida), esto implicó un incremento en las pérdidas operacionales del Banco de Guatemala.

En consecuencia, este relajamiento de la política monetaria trajo consigo el empeoramiento del sector externo, provocando así un aumento significativo del déficit en cuenta corriente y el agotamiento gradual de las reservas monetarias internacionales

Además, externamente la política monetaria seguida por los principales países industrializados, especialmente los Estados Unidos de América, contribuyó a la desaceleración del nivel de comercio internacional, pues en la misma se subrayó el combate a la creciente inflación, esto obligó a poner un freno al crecimiento de la oferta monetaria mediante la aplicación de medidas monetarias restrictivas, a la par de amplios déficits fiscales, que se tradujeron en elevadas tasas de interés internacionales que produjeron la crisis de la deuda externa en los países de América Latina.

La deuda pública interna total creció en forma ascendente, pasando de Q.742.0 miles en 1980 a Q. 3,496.8 millones en 1990, creciendo cinco veces en un período de 10 años. Así mismo, el saldo de la deuda externa del Banco de Guatemala se multiplicó por diez durante 1980-1985, en buena medida estructurada por obligaciones de corto plazo. Para 1980 la deuda del Banco de Guatemala se situaba en US\$142.0 millones, para 1985 ascendía a US\$1,485.0 millones.

Los efectos pro-cíclicos y negativos de la política fiscal, monetaria y crediticia aplicadas durante los años ochenta se reforzaron con los que originó la política cambiaria, pues en lugar de introducir ajustes de tipo de cambio de conformidad con los niveles de desequilibrio macrofinancieros, se optó por la creación de un sistema de cambio múltiple, en el que destacaba por el lado de la asignación de divisas el mercado

de la denominadas esencialidades, que operaba a una tasa de cambio de Q.1.00 por US\$1.00 para la importación de petróleo, insumos agropecuarios y pago de la deuda pública externa, entre otros; y el funcionamiento de un segundo mercado de licitaciones administrado por el Banco de Guatemala, en el que la venta de divisas se efectuaba a un tipo de cambio mayor al oficial y menor al del mercado de divisas libres o interbancario; además, las medidas de política cambiaria en cuanto a la compra de divisas por parte del Banco de Guatemala consistieron en la definición de un tipo de cambio para cada producto de exportación.

Dentro de este panorama de complejidades cambiarias fue también relevante el funcionamiento del mercado paralelo, en el cual el precio de las divisas era significativamente mayor en comparación al registrado en el resto de mercados.

Por lo tanto, este sistema de tipos de cambio múltiple, originalmente concebido (se reconoció con esta medida, la imposibilidad de seguir financiando el déficit de la cuenta corriente por medio de un mayor endeudamiento externo) para reducir los costos sociales de los ajustes cambiarios que se imponían generaron, en la práctica, grandes distorsiones en los precios relativos, afectando negativamente a la actividad económica orientada a la exportación y favoreciendo, a través de tipos de cambio sobrevaluados (subsídios cambiarios), la importaciones de bienes; todo ello contribuyó finalmente a la profundización de la inestabilidad macrofinanciera y el redimensionamiento de los costos sociales de la crisis y del ajuste aplicado más tarde.

Contrariamente a sus objetivos, la política cambiaria se constituyó en otros factores internos explicativos de la prolongación e intensificación de la crisis económica, esto deterioró el ingreso real de la población de escasos recursos y capas medias, y luego se constituyó en un factor que debilitó el mercado interno, otro efecto negativo fue la escasez de divisas que amplió aún más el mercado paralelo.¹⁰

Finalmente, las medidas de política económica adoptadas y ejecutadas durante el período de 1979-1985 (no obstante, algunas persiguieron contrarrestar los efectos iniciales y acumulados de la inestabilidad), su carácter aislado e incompatible con las condiciones prevalecientes y su falta de coherencia interna, se tradujeron en resultados que contribuyeron a la intensificación y prolongación de la crisis recesiva de la actividad productiva y de los desequilibrios financieros de la economía.

A partir de 1986 con el primer gobierno democrático del país, se aplica el Programa de Reordenamiento Económico y Social (PRES), el cual tenía como objeto corregir el rumbo de las políticas fiscal, monetaria, crediticia y cambiaria, es decir la

aplicación de medidas de ajuste de corto plazo orientadas a restablecer los equilibrios macroeconómicos básicos, como condición previa y necesaria para promover el proceso de reactivación de la economía.

En esa dirección las medidas de política más notables aplicadas bajo el PRES fueron: mantener el mercado oficial para los pagos de la deuda externa del sector público, crear un mercado para las exportaciones e importaciones, mantener el mercado bancario, estos factores contribuyeron con la liberalización posterior del tipo de cambio. Estos cambios se daban a través de la Ley Transitoria del Régimen Cambiario.

En el primer semestre de 1986, la política monetaria fue más restrictiva, ésta incluyó operaciones de mercado abierto y el retiro gradual de los depósitos del Instituto Guatemalteco de Seguridad Social (IGSS) de los bancos del sistema para trasladarlos al Banco de Guatemala, otra medida adoptada fue poner límites a la expansión del crédito bancario y se incrementaron las tasas de encaje de 35% y 10% a 41% para depósitos monetarios y 13% a los depósitos de ahorro y a plazo; así mismo se incrementaron las tasas de interés de 11% y 9% a 14% operaciones activas y 11% para operaciones pasivas.

Las medidas lograron que el crédito doméstico se mantuviera en los mismos niveles de finales de 1985 y atenuaron las expectativas inflacionarias, lo que se vio reflejado en la disminución gradual del tipo de cambio del mercado paralelo, el cual disminuyó un 11%. Ello se vio favorecido además por el incremento en el precio internacional del café, coadyuvando al incremento de las reservas monetarias internacionales brutas del país en casi un 100%.

En 1987, entró en vigencia el programa de reorganización nacional (PREN), que postulaba una estrategia de reactivación económica con componentes sociales (pago de la deuda social), con el objeto de reducir los costos sociales de la crisis y de la aplicación del programa de estabilización económica. Se trató de un amplio programa de inversiones públicas en áreas rurales, mecanismos para estimular la inversión privada, particularmente la destinada a las exportaciones no tradicionales.

Durante el primer semestre de 1987, se continuó en términos generales con la política monetaria del año anterior. Sin embargo, durante el segundo semestre las autoridades permitieron un crecimiento acelerado del crédito doméstico, situación que generó una pérdida importante de reservas. Bajo las condiciones de deterioro e inconsistencia de la política monetaria con el mantenimiento del tipo de cambio fijo, en junio de 1988 se produjo una nueva devaluación del Quetzal respecto al dólar de 8%, a

la vez que se unificaron los mercados cambiarios, esto para suavizar en alguna forma la caída de reservas que se venía observando. Aunando a esto, en 1988, el crédito doméstico creció considerablemente (62%), situación que de alguna manera indicaba la temporalidad del régimen de tipo de cambio, esto provocó que el crecimiento doméstico y tipo de cambio fijo fueran insostenibles en el tiempo.

Hasta mediados de junio de 1989 el régimen cambiario había sido sostenido sin la aplicación de medidas drásticas por parte de la autoridad monetaria, pero el creciente déficit fiscal de ese año y la casi inexistente liquidez internacional hacían el régimen insostenible.

De esa cuenta, en junio de 1989 debido al incremento de la demanda de divisas se exigió un depósito de 100% del equivalente en quetzales a los demandantes, tratando de frenar la presión sobre las reservas. En agosto, el Banco Central anunció una política de devaluaciones periódicas. La medida no fue cumplida, sino que en su lugar se decidió una devaluación de 3% de la moneda nacional, esa incertidumbre transmitida por la autoridad monetaria acrecentó las expectativas de devaluación y propició un mayor debilitamiento de la credibilidad en el sistema de tipo de cambio fijo, por otro lado se liberalizaron, en ese mismo mes, las tasas de interés, esperando con esto se incrementara la demanda de activos en moneda nacional, lo que no sucedió.

Las medidas anteriores prolongaron la vigencia del tipo de cambio por unos meses más, pero en octubre de 1989 la presión sobre el mercado de divisas se hizo sentir con más fuerza, pues la demanda insatisfecha había acumulado para entonces US\$130.0 millones, cantidad considerable pues representaba casi el 20% de la base monetaria. Bajo estas condiciones el gobierno se vio obligado a trasladar todas las transacciones internacionales al mercado bancario en el mes de noviembre de 1989, lo que implicó que el tipo de cambio se determinaría por la oferta y demanda de divisas. Lo cual derivó en una depreciación acelerada del tipo de cambio, lo que se tradujo en un fuerte incremento del nivel de precios, pues la inflación acumulada entre noviembre de 1989 y septiembre de 1990 fue del 100%.

Asimismo, el Banco de Guatemala intervino nuevamente en el mercado cambiario, en tal sentido en febrero de 1990 se estableció una banda de fluctuaciones con el propósito de contrarrestar la tendencia al alza del tipo de cambio, sin embargo no impidió una rápida depreciación de la moneda nacional. Ante la persistencia de los desequilibrios cambiarios, se decidió la venta obligatoria del 25% de todas las compras de divisas efectuadas por los bancos del sistema al Banco de Guatemala y el

establecimiento de la venta pública de divisas o mercado de licitaciones, empero no dio resultado, así es que se modificó el mecanismo, asignando las divisas al mejor postor, tales medidas empezaron a tener efecto a partir del cuarto trimestre de 1990, donde prácticamente se estabilizó el tipo de cambio.¹¹

2. 3. La Nueva Propuesta de Política Monetaria

El régimen de determinación del tipo de cambio es un elemento importante en cualquier estrategia de política monetaria. En Guatemala, antes de 1989 el régimen de tipo de cambio era fijo, por lo que se descartó la opción de basar la política monetaria en el seguimiento del tipo de cambio. Las razones para ello podrían haber estado relacionadas con el escaso grado de apertura hacia el exterior de la economía, la existencia de rigideces estructurales importantes, tanto en el sector externo como el financiero, niveles de renta relativamente bajos en comparación con otros socios comerciales y escasa experiencia en materia de fluctuaciones cambiarias. En consecuencia, se consideró que la estabilidad del tipo de cambio debía mantenerse, por lo que el esquema de política monetaria podía basarse en el control de variables internas.¹²

Fue así como, durante los años sesenta y setenta e incluso en los ochenta, se examinó la opción de basar la estrategia de política en el uso de agregados monetarios como objetivos intermedios, sobre todo, tomando en consideración que esa época, dada la estabilidad monetaria que caracterizó el comportamiento de la economía guatemalteca, la demanda de dinero debería ser estable. En efecto, los objetivos de agregados monetarios se basaron en la existencia de una relación estable entre la demanda de dinero y estos agregados. Con anterioridad, y en consistencia con los desarrollados teóricos de la época, el objetivo de la política monetaria, al igual que en muchos países latinoamericanos, estaba centrado en el nivel de empleo, la tasa de inflación y el equilibrio de la balanza de pagos, dentro de un marco de política económica orientado hacia un modelo de desarrollo hacia dentro.

Las razones que indujeron al Banco de Guatemala a abandonar los objetivos anteriores, así como los basados en agregados monetarios más amplios (M2) puede decirse que fueron de dos categorías: carácter institucional y de naturaleza eminentemente técnica. Entre los factores de carácter institucional se encontraron las reformas introducidas en el ámbito financiero, mediante la aprobación de diversas medidas tendientes a la flexibilización y modernización del sistema financiero nacional:

las reformas a la Ley Orgánica del Banco de Guatemala en 1995, que, entre otros aspectos, se referían al fortalecimiento de la Superintendencia de Bancos, la compatibilización de requerimientos de capital a las instituciones financieras conforme criterios internacionales (Basilea); la reforma constitucional que entró en vigor en 1994 y que prohibió el otorgamiento de créditos al sector público, lo cual se convirtió en un factor que confiere, mayor autonomía al banco central. Entre los factores técnicos, pueden mencionarse que el establecer objetivos en términos de precios ayuda a incrementar la transparencia y credibilidad de las acciones del banco central, así como a percibir que la demanda de dinero se tornó menos estable con relación a años atrás; asimismo, la gran variabilidad que presentaron los principales agregados monetarios, principalmente durante los años 1994, 1995 y principios de 1996.

En efecto, en Guatemala, al igual que en la mayoría de países latinoamericanos se desarrollaron nuevos instrumentos financieros, principalmente a raíz del inicio del Programa de Modernización Financiera, en 1993, cuyo objetivo central era elevar la competitividad y eficiencia funcional del sistema financiero nacional.

Este fenómeno, si bien desde el punto de vista de la innovación financiera ha permitido mayor competencia y eficiencia en el mercado, vino a debilitar los conceptos tradicionales de oferta monetaria como indicadores de control monetario, y erosionó la efectividad de la política monetaria como instrumento de estabilización, al inducir que se realicen operaciones fuera de balance o que no están contempladas dentro de la base sujeta a encaje legal. En efecto, se evidencia que para 1996 la tasa efectiva (implícita) de encaje se situó en alrededor de 24%, mientras la tasa teórica era de 31.0%.¹³

Lo anterior también ha incidido para que el multiplicador monetario pierda su estabilidad y, por ende, dificulte la programación monetaria, situación que hizo que los conceptos tradicionales de oferta monetaria (M1 y M2) perdieran su relevancia como indicadores del acontecer monetario. Fue así como el banco central decidió utilizar la emisión monetaria como variable a controlar dentro de la programación monetaria a fin de lograr la meta inflacionaria. Otro elemento que apunta a favor de la utilización de un objetivo de inflación, es el relacionado con la liberalización de las tasas de interés y del tipo de cambio, ocurrida en 1989, factores que han incidido en cuanto a transparentar las transacciones financieras y cambiarias, otorgando mayor flexibilidad al mecanismo de precios como asignador de recursos, así como transmisor de los estímulos de política monetaria.

Asimismo, influyó en el cambio de dicho objetivo el comportamiento de la inflación. En efecto, durante el período 1984-1990 la varianza de la tasa de inflación es de 278.4%; la desviación estándar, de 16.69%; y la media aritmética, de 22.7%. En contraste, durante el período 1991-1996, la varianza es tan solo de 3.13% la desviación estándar, de 1.77%; y de la media aritmética de 11.02%.

Cabe señalar que durante el período 1984-1990 la economía se caracterizaba por una gran rigidez en los principales precios en los mercados de productos y factores, así como en los precios macroeconómicos (tipo de cambio y tasa de interés), persistencia del déficit fiscal y una política comercial con alto grado de proteccionismo tanto a nivel interno como externo. Contrariamente, durante el período 1991-1996 se aplica un programa de estabilización y ajuste estructural, tendente a liberalizar la economía mediante la baja de una tasa de protección nominal, la modernización financiera, la liberalización del tipo de cambio y de la tasa de interés, y la flexibilización de los precios en los mercados de bienes y servicios.

Durante el período 1991-1996, ante la liberalización de precios, la inflación tiende a bajar, lo que demuestra que el sistema de precios se encontraba distorsionado, reflejando, en muchos casos, precios por arriba del mercado internacional.

Como se mencionó anteriormente, a causa de factores de carácter institucional y técnicos, la autoridad monetaria decidió adoptar el objetivo inflacionario como objetivo final de la política monetaria.

En este sentido, el Banco de Guatemala, a partir 1991, ha definido dentro de sus diferentes propuestas de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, el objetivo de inflación en forma explícita de forma discrecional, contrariamente a lo que hacía con anterioridad, cuando únicamente aparecía de manera indirecta, otorgando más énfasis a los objetivos cuantitativos en términos de agregados monetarios y crediticios, y aún de crecimiento económico y de balanza de pagos.¹⁴

Como objetivos intermedios, la autoridad monetaria ha utilizado los agregados monetarios. En efecto, a partir de 1991 se observa que estos son planteados en términos de los activos externos e internos netos, utilizando el último de ellos como variable a controlar mediante el uso, principalmente, de las operaciones de mercado abierto. Por su parte, como variables indicativas para el seguimiento del programa monetario se han utilizado un agregado más amplio (m2) y un agregado crediticio, como lo es el nivel de crédito al sector privado, variables a las cuales se les fija una meta en términos de crecimiento porcentual.

En la actualidad, las reservas monetarias netas, así como la emisión monetaria, son sujetas de seguimiento, esto significa que tiene relevancia su crecimiento, además existe varios indicadores de política monetaria que contienen el comportamiento de dichas variables de seguimiento, así también, pero en menor grado, el tipo de cambio.

A continuación se presenta una comparación entre los objetivos e instrumentos de la política monetaria tanto para el antiguo como para el nuevo marco de la programación monetaria.



Fuente: Elaboración propia con base al artículo "Política monetaria, intermediación financiera y crecimiento económico: La experiencia de Guatemala 1970-2002", Revista Banca Central No. 44, Banco de Guatemala, 2003

- ¹ Instituto de Investigación Económicas y Sociales -URL-, "Guatemala: Política Económica y Pobreza, el impacto de la política económica en la pobreza, durante el período 1950-1997, pp. 1-4.
- ² Ídem.
- ³ Ídem.
- ⁴ Recinos Rivera, Sergio Francisco, "La Política Monetaria en Guatemala", Revista Banca Central No. 33, 1997, Guatemala, pp. 35.
- ⁵ Ídem.
- ⁶ Ídem.
- ⁷ Recinos Rivera, Sergio Francisco, "El Objetivo de la Política Monetaria y su mecanismo de transición la experiencia de Guatemala", Revista Banca Central No. 26, 1996, Guatemala, pp. 73.
- ⁸ Ídem.
- ⁹ Recinos Rivera, Sergio Francisco, "La Política Monetaria en Guatemala", Revista Banca Central No. 33, 1997, Guatemala, pp. 20-25.
- ¹⁰ Morán Samayoa, Hilcias Estuardo, "Dinámica Macromonetaria de una Crisis Cambiaria: Un Indicador de Crisis Cambiaria para Guatemala", Revista Notas Monetarias, Banco de Guatemala 1999.
- ¹¹ Ídem.
- ¹² Ídem.
- ¹³ Recinos Rivera, Sergio Francisco, "El Objetivo de la Política Monetaria y su mecanismo de transición la experiencia de Guatemala", Revista Banca Central No. 26, 1996, Guatemala, pp. 80.
- ¹⁴ Ídem.
- ¹⁵ Rodríguez, Flavia, Notas sobre Política Monetaria, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), México, 1998, pp. 22.

CAPITULO III

INCIDENCIA DE LOS PROGRAMAS DE ESTABILIZACIÓN SOBRE LA FORMULACIÓN Y EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

3.1. Ajuste Estructural y Política Económica

La tendencia hacia la modernización financiera se inició en Guatemala en 1989, cuando la Junta Monetaria dejó en libertad a los bancos del sistema y a las entidades financieras para fijar las tasas de interés, autorizó la constitución de depósitos interbancarios y flexibilizó la política cambiaria. Posteriormente, en 1992, dicho órgano autorizó a los bancos del sistema el pago de intereses en cuentas de depósitos monetarios, y emitió algunas normas prudenciales con el objeto de reorientar la supervisión hacia un enfoque preventivo.

La Junta Monetaria, en septiembre de 1993, aprobó la matriz del *Programa de Modernización del Sistema Financiero Nacional*, el objetivo general de dicho programa se orientaba a elevar la competitividad y la eficiencia funcional del sistema financiero dentro de un marco macroeconómico de estabilidad y crecimiento, que permitiera mejorar la asignación de los recursos financieros entre las distintas actividades económicas, aumentando las corrientes de ahorro interno y externo y reduciendo los costos y márgenes de intermediación financiera.¹

Para lograr este objetivo general, el Programa estableció cinco objetivos específicos, así:

1. Estabilidad monetaria para el crecimiento y el desarrollo económico.
2. Liberalización financiera y diversificación de la oferta de productos y servicios bancarios.
3. Fortalecimiento de la normativa prudencial.
4. Modernización de la supervisión financiera.
5. Regulaciones del mercado de valores y de capitales.

La estrategia de modernización financiera consistió en una reforma global del marco jurídico que rige la operatoria y funcionamiento del sistema financiero nacional.

Destacan los siguientes aspectos:

1. La estabilidad monetaria para el desarrollo económico:
 - Se liberó la fijación de tasas de interés en las operaciones activas y pasivas de las instituciones bancarias, dejando la facultad de que sean pactadas por las partes contratantes.
 - Se redujo gradualmente el encaje efectivo bancario, para estimular el otorgamiento de crédito dirigido a actividades productivas.
 - Se permitió que los Certificados de Depósitos a Plazo emitidos por el Banco de Guatemala pudieran ser colocados y negociados por intermedio de las bolsas de valores.
 - Se instruyó a la Superintendencia de Bancos, por parte de la Junta Monetaria, para que publique semanalmente, en uno o dos de los periódicos de mayor circulación en el país, la información sobre las principales tasas de interés activas y pasivas, mínimas, máximas y promedio ponderadas que aplican las instituciones bancarias y financieras en sus operaciones. Asimismo, la instruyó para que mensualmente publique los balances generales y los estados de resultados condensados, de forma comparativa entre instituciones. Con ello se espera que los depositantes e inversionistas controlen los riesgos de los depósitos e inversiones que han confiado a los intermediarios financieros.
 - En las reformas a la Constitución de la República, se estableció que la Junta Monetaria no podrá autorizar que el Banco de Guatemala otorgue financiamiento directo o indirecto, garantía o aval al Estado y sus entidades,

ni a las entidades privadas no bancarias. De igual manera, el Banco de Guatemala no podrá adquirir los valores que emitan o negocien en el mercado primario dichas entidades.

- Se eliminaron los subsidios con la tasa de interés y el tipo de cambio privilegiados.
- Se flexibilizó el régimen cambiario, dejando que los tipos de cambio de las operaciones de compra y venta de divisas se pacten libremente, de conformidad con las fuerzas de oferta y demanda. Asimismo, se estableció que las compras y ventas de divisas fueran atendidas por el mercado bancario y que el Banco de Guatemala participará en este mercado.
- Además, se introdujo reformas al sistema cambiario del país, consistente en eliminar el principio de concentración de divisas y reglamentar la intermediación financiera de estas.

2. La liberalización financiera y diversificación de oferta de productos y servicios:

Se han emitido varias disposiciones que permitan nuevas operaciones bancarias y la ampliación de la oferta de productos y servicios, así:

- Realización de operaciones activas, pasivas y de confianza que no están explícitamente previstas en las leyes bancarias y financieras.
- Emisión y operación de tarjetas de crédito
- Factoraje
- Arrendamiento financiero
- Créditos en cuentas de depósitos monetarios
- Reportos (en calidad de reportador)
- Depósitos con opción de inversiones financieras
- Reportos (en calidad de terceros)

Asimismo, se han emitido distintas disposiciones para permitir o facilitar:

- La transición legal de la banca especializada a la banca múltiple
- La fusión de instituciones bancarias
- Las inversiones entre las instituciones bancarias
- La participación directa de las entidades bancarias en el capital de sociedades de servicios financieros y de apoyo al giro bancario.

3. Fortalecimiento de la normativa prudencial:

Uno de los pilares más fuertes del Programa es el fortalecimiento de la normativa prudencial, del cual nacen los parámetros sobre los que se aplica la autorregulación por parte de las instituciones financieras.

Entre las medidas adoptadas se encuentran las siguientes:

- Se modificaron las leyes de bancos y financieras para compatibilizar los requerimientos mínimos de capital con los criterios internacionales específicamente los establecimientos en el Acuerdo de Basilea (8% de los activos y contingencias)
- Se emitió el reglamento para la valuación de activos crediticios, con el propósito de que las instituciones financieras registren en su contabilidad en forma adecuada y oportuna, la valuación de los activos crediticios y reservas.
- Se emitió el reglamento que tiene por objeto prohibir, limitar o regular las operaciones que las instituciones puedan realizar con sus directores, funcionarios y empleados, con el propósito de evitar favoritismo en perjuicio de los depositantes, acreedores o accionistas.
- Se modificó la Ley de Bancos para incorporar un procedimiento de regularización de las deficiencias patrimoniales y de las acciones correctivas que tendrán que aplicarse, en forma gradual, para subsanarlas.
- Se emitió un reglamento que define la operatoria a seguir por parte de los bancos e instituciones financieras para las prórrogas y renovaciones de los créditos que han concedido a sus deudores.
- Se aprobó por la junta monetaria el proyecto de Ley para La Protección del Ahorro.
- Se emitió un reglamento sobre la información mínima que deben mantener las instituciones financieras respecto a sus deudores y garantes de créditos.

4. Modernización de la supervisión financiera:

- El Congreso de la República modificó la ley Orgánica del Banco de Guatemala con el fin de ampliar las facultades legales otorgadas a la Superintendencia de Bancos, lográndose con ello mayor independencia funcional.

- La Junta Monetaria aprobó las normas y principios especializados de contabilidad emitidos por la Superintendencia de Bancos mediante manuales de instrucciones contables.
- La Superintendencia de Bancos elaboró un plan estratégico de mediano plazo y un proyecto de reestructuración organizacional, los cuales fueron aprobados por la Junta Monetaria en 1993.

5. Regulaciones del mercado de valores y capitales:

Se promulgó la Ley de Mercado de Valores y Mercancías, que establece las normas para el desarrollo transparente, eficiente y dinámico del mercado de valores. Dicha ley entró en vigencia el 23 de diciembre de 1996.²

3. 2. La Estabilización y El Ajuste Estructural

A inicios de la década de los años 60, y siguiendo el modelo cepalino de integración regional, las autoridades económicas y políticas de los países latinoamericanos adoptaron el modelo proteccionista de sustitución de importaciones e integración subregional.

Esto significó el abandono del modelo agroexportador que caracterizaba la región. El modelo sobrevivió durante la década de los 70 apoyado, en parte, por las condiciones favorables del entorno externo, reflejadas en altas tasas de crecimiento de la economía mundial, bajas tasas de inflación, estabilidad cambiaria y bajas tasas de interés, y sobre todo, por la alta disponibilidad de financiamiento externo que sirvió, para el financiamiento de la inversión, así como para la absorción de los shocks externos en este período (precios del petróleo y del café a inicios y finales de la década respectivamente).³

Durante este período la ampliación del mercado para la producción permitió continuar con las altas tasas de crecimiento económico observadas en la década anterior. El tipo de cambio se manejó dentro de un esquema fijo, con ajustes puntuales para reducir desequilibrios comerciales o shocks externos, aunque era claro hacia finales de la década de los setenta en que los ajustes realizados habían sido solo parciales.

El manejo de la política económica durante la década de 1970 en la mayoría de los países latinoamericanos se efectuó dentro de un marco en el cual la política monetaria estuvo supeditada a otras áreas de política económica, resultando esto en:

1. Aplicar políticas monetarias expansivas de financiamiento al sector privado y al estado, acompañadas de endeudamiento externo que permitían mantener los precios internos bajo control, canalizando los excesos de demanda a través del sector externo y perdiendo divisas.
2. Utilizar masivamente recursos externos para manejar elevados déficits comerciales y mantener tipos de cambios fijos y perfecta convertibilidad de la moneda nacional.
3. Mantener tasas de interés fijas en términos nominales, dada la abundancia de recursos externos y las bajas tasas de interés en el mercado internacional.

Aun cuando la trayectoria económica fue satisfactoria durante este período, la principal deficiencia del proceso de integración proteccionista llevó en algunos casos a tasas de protección efectiva superiores al 400% para la producción de bienes de sustitución de importaciones, creando incentivos para la generación de una industria de ensamblaje, con pocos eslabonamientos hacia sectores primarios para la provisión de insumos, y por ende con pocos efectos multiplicadores asociados con el crecimiento económico.

A esta deficiencia se sumaron, entre otras, la creación de esquemas de compensación asociados con el aumento en la disponibilidad y reducción del costo de recursos financieros y/o, con la fijación de precios y asignación de subsidios para compensar el efecto que los incentivos al sector de sustitución de importaciones tenían sobre la competitividad interna de los demás sectores productivos.

El uso masivo de recursos externos y políticas desarrollistas asociadas con la provisión de crédito interno con recursos del Banco Central, a bajas tasas de interés, crearon un sistema financiero y un aparato estatal altamente dependiente y con pocos incentivos para la generación de ahorro interno.

Hacia finales de la década de los 70 el agotamiento del modelo proteccionista desaceleró el ritmo de crecimiento económico de los países latinoamericanos. A esto se sumó la evolución desfavorable del entorno externo, que se reflejó en el deterioro marcado en los términos de intercambio de los países, tanto por la caída de los precios de los principales productos de exportación, como por el segundo gran incremento en los precios del petróleo. La situación se agravó drásticamente cuando en 1981 la reducción y el aumento en el costo de financiamiento externo desembocó en un período de crisis severa de endeudamiento externo.

El resultado de la combinación de esos factores externos fue un marcado debilitamiento de la actividad interna y el deterioro de la posición externa de los países latinoamericanos entre 1978 y 1982. La expansión monetaria fue neutralizada inicialmente con pérdida de divisas, debilitándose la posición de reservas de los bancos centrales en algunos países, y desembocando en la pérdida de control sobre el mercado cambiario llevando en algunos casos a la aparición de los mercados paralelos, y eventualmente a una aceleración en la inflación. Esto, a su vez, llevó a la caída de la actividad interna y al aumento en los niveles de desempleo y subempleo, y a la caída de los salarios reales con el consecuente deterioro del nivel de vida de la población.

Los eventos económicos durante los años ochenta hicieron evidentes las deficiencias en el manejo de la política económica, en particular las limitadas posibilidades de crecimiento que ofrecía el modelo proteccionista, el pobre resultado y las grandes distorsiones que generaban las políticas intervencionistas y desarrollistas. Durante esta década se hizo evidente la necesidad de: (1) Revisar el marco de diseño e implementación de políticas económicas de corto y largo plazo; (2) Eliminar las distorsiones inducidas por las políticas intervencionistas; y (3) Orientar el crecimiento económico hacia el sector externo.

Estas reformas, enmarcadas dentro de lo que se conoce como procesos de estabilización de ajuste estructural, dan énfasis a la consistencia en el diseño de políticas económicas de corto y largo plazo, así como a la operación del mercado en la determinación de precios.

Asimismo, la estabilidad de corto plazo en la implementación de procesos de ajuste estructural da el marco adecuado para maximizar el potencial de crecimiento y el desarrollo sostenido de la economía. Para el éxito de estos procesos, los mismos deben estar acompañados por una amplia, pero ordenada, apertura de los países al comercio y a los mercados financieros internacionales.⁴

3. 3. Política Monetaria, Sistema Financiero y Desarrollo Económico.

El reconocimiento de que operamos en el contexto de economías monetarias, nos recuerda que ellas ponen especial atención al manejo monetario, esto porque existen

vínculos importantes entre la política monetaria y las demás áreas de política económica (comercial, cambiaria, de deuda externa, fiscal y financiera), así como por los vínculos que existen entre el manejo monetario, la determinación de precios, el ajuste cambiario y el manejo de las tasas de interés, instrumentos u objetivos indispensables para la consecución del balance interno y del equilibrio externo de la economía, y la estabilidad de corto plazo.

La capacidad del dinero de integrar mercados, y la mejora en la asignación de recursos que se obtiene a través de la intermediación, constituye los pilares centrales de la contribución que el manejo de la política monetaria y la operación eficiente del sistema financiero puede hacer al crecimiento económico. Las contribuciones del sistema financiero al desarrollo económico están asociadas con la provisión de por lo menos tres clases de servicios:

- La aceptación universal del dinero como medio de pago reduce el costo y facilita las transacciones en los mercados de bienes, servicios y factores.
- La intermediación financiera mejora la asignación de recursos escasos en vista de que no necesariamente los agentes con mayores recursos son los que poseen las mejores oportunidades de inversión.
- La provisión de ahorro financiero como depósito de valor y diversificación del riesgo permite a agentes económicos convertir activos físicos inmovilizados a activos financieros haciendo posible financiar nuevas actividades productivas y promover el crecimiento económico.

A estos servicios puramente financieros se han sumado servicios de apoyo fiscal, mediante financiamiento del déficit e inversión pública. La administración de los medios de pago, en manos del banco central, y el funcionamiento eficiente de los procesos de intermediación, a cargo del sistema financiero, son por lo tanto una preocupación permanente y fundamental para los encargados del diseño de política económica.

El control de los medios de pago y la intermediación financiera son aún más importantes en períodos de estabilización y ajuste estructural, durante los cuales no solo la transmisión y efectividad de política económica están en manos del sistema, sino también porque el sistema es el actor principal en la reasignación de recursos como

respuesta al cambio en los precios relativos que están implícitas en los programas de ajuste.⁵

3. 4. El Manejo Monetario y Financiero y el Banco Central

3. 4. 1. El Manejo Monetario y Financiero

a) La Política Monetaria y Financiera

El control de la oferta de dinero y la consecución del equilibrio monetario son los objetivos centrales de la política monetaria, los cuales se logran a través del manejo de la emisión, y las políticas de encaje, redescuento y de tasas de interés. La política monetaria contribuye a la estabilidad a través de la administración y control del medio circulante (base monetaria) y de los medios de pagos (oferta monetaria) para alcanzar objetivos de política económica asociados con el balance interno por la vía del control de precios, estímulo a la producción y al empleo; así como con el balance externo, asociado con el control de tipo de cambio y saldos manejables de balanza de pagos y de endeudamiento externo.

La política financiera está vinculada con la eficiencia de los procesos de ahorro e inversión. El objetivo de la misma debe estar orientado a aumentar ahorro e inversión, canalizando recursos hacia los usos más eficientes, a través del cumplimiento de tres objetivos globales: a) Asegurar tasas de rendimiento real positivas sobre pasivos y activos financieros para promover el ahorro y la inversión; b) Hacer igualmente atractivos los instrumentos financieros en moneda nacional con instrumentos financieros en moneda extranjera para controlar el flujo de capitales desde y hacia el país; y c) Promover el desarrollo eficiente del mercado financiero mediante el establecimiento de una disciplina competitiva, estructura y regulación que conduzca a niveles óptimos de tasa de interés y del margen de intermediación.

Por lo tanto, el diseño adecuado de las políticas monetarias y financieras favorece la implementación del proceso de ajuste estructural. Dicho diseño se caracteriza por la revisión del marco de diseño e implementación del proceso de ajuste estructural. Este último se caracteriza por la revisión del marco de diseño e

implementación de política económica, la eliminación de distorsiones y la liberalización de mercados, lo cual permite la consolidación de procesos de crecimiento y desarrollo económico sostenido.

b) La Programación Monetaria y La Determinación de Precios

El diseño y manejo de la política monetaria y financiera son fundamentales para el equilibrio macroeconómico. Primero, el dinero (y el costo de mantenerlo) es el único instrumento que vincula a todos los mercados en la economía. Segundo, todas las cuentas macroeconómicas están vinculadas directamente con las cuentas monetarias. Y tercero, la evidencia indica que los desequilibrios económicos, independientemente de su origen, generalmente se traducen en desequilibrios financieros. Fenómenos de inflación y depreciaciones persistentes y volatilidad en las tasas de interés no son problemas en sí, sino más bien, el síntoma del mal manejo monetario y financiero conducentes a crisis económicas.

La estabilidad interna de precios, estabilidad cambiaria y equilibrio en el mercado financiero son los objetivos centrales de la política económica que se garantizan por medio del manejo adecuado de la política monetaria y financiera.

Para establecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria en la economía es necesario establecer el vínculo entre oferta monetaria y nivel de precios. Para ello, se parte del supuesto de ajuste de corto plazo en que la demanda interna se materializa mediante las transacciones monetarias asociadas con el equilibrio entre oferta y demanda de dinero, y que esta última, al interactuar con la oferta de bienes, asociado con el producto interno bruto (PIB) determina el nivel general de precios.

La versión dinámica del equilibrio de mercado establece un vínculo entre la tasa de cambio de la oferta monetaria, la estabilidad de la demanda de dinero y la tasa de crecimiento económico (crecimiento del PIB real).⁶

3. 4. 2. Los Mecanismos de Transmisión Económica

El manejo de política monetaria y el sistema financiero son elementos fundamentales en el proceso de transmisión de política económica. El vínculo básico se da primero, a través del efecto que tiene la liquidez interna sobre los precios internos, y,

a partir de esta relación de ajuste y planteando condiciones de equilibrio se pueden generar recomendaciones para el manejo cambiario.

Por ejemplo, si se aplican condiciones de paridad de compra se puede garantizar la estabilidad de los flujos de comercio, en tanto que si se aplica condiciones de estabilidad de las tasas de interés se pueden normalizar los flujos de capital.⁷

Además, al aplicar consideraciones de tipo de cambio real y términos de intercambio, se puede establecer recomendaciones para el manejo de tipo de cambio de equilibrio de largo plazo.

Asimismo, a partir de las condiciones anteriores se pueden generar recomendaciones para la política de tasas de interés. Dentro de estas se puede aplicar el criterio de tasas activas y pasivas reales para la promoción del ahorro y la eficiencia en la inversión, en tanto que a partir de la paridad entre la tasa de interés interna e internacional se pueden establecer recomendaciones para el control de flujos financieros y de capital.

La dinámica del equilibrio monetario es fundamental para el análisis económico, dado que permite explorar el impacto de diferentes alternativas de política monetaria y financiera y sus implicaciones sobre las políticas cambiarias y de tasas de interés.

3.5. El Manejo Monetario: La Política Económica y El Papel del Banco Central

a) La Política Monetaria y la Función del Banco Central

Tradicionalmente, la literatura de política monetaria establece como función pura del banco central las siguientes responsabilidades:

- Diseñar y administrar, de manera autónoma, la política monetaria con el objetivo de mantener la estabilidad interna por la vía del control de la inflación, y la estabilidad externa controlando el valor de la moneda.
- Participar en la investigación económica y monetaria para informar y apoyar al diseño de políticas económicas.
- Producir, emitir y retirar dinero de alto poder.
- Autorizar, registrar y regular la emisión y creación de instrumentos financieros.

- Manejar las reservas monetarias internacionales, con el propósito de garantizar la normalidad en transacciones de cuenta corriente y los flujos de capital en la balanza de pagos.
- Implementar controles cambiarios como apoyo al ministerio de finanzas.
- Actuar como banco de segundo piso para el sistema financiero para asegurar la solvencia del mismo por medio de adelantos de corto plazo y verificación del cierre de cuentas interbancarias.
- Supervisar las actividades de intermediarios financieros y no financieros y su incidencia sobre el manejo de las políticas macroeconómicas.
- Actuar como banquero del gobierno, manejando las cuentas del mismo, y ocasionalmente otorgando recursos temporales como servicios de apoyo fiscal.
- Mantener sus propios servicios profesionales, administrativos y operativos.

Existen dos instancias a partir de las cuales las autoridades monetarias pueden afectar el nivel de liquidez en la economía: la programación monetaria mediante el control de la base monetaria (a través de la emisión y control de dinero de alto poder en circulación y reservas de los bancos) y a través del control de los medios de pago y el medio circulante u oferta monetaria controlando la capacidad del sistema financiero de crear medios de pago (por la vía del control de los encajes y del multiplicador bancario).

b) La Programación Monetaria: Identidades Contables e Identidades Económicas

El análisis de las alternativas e implicaciones del control monetario requiere el planteamiento de ecuaciones de equilibrio en términos de saldos de cuentas monetarias y ecuaciones de ajuste en términos de flujos monetarios.

Asimismo, el diseño de la programación puede plantearse en términos contables, en función de las variables monetarias, y en términos de la función del origen de la expansión y contracción de la base y la oferta monetaria. La conversión de ecuaciones de equilibrio a ecuaciones de ajuste hace necesario transformar condiciones estáticas de equilibrio en versiones dinámicas de ajuste e identidades contables e identidades económicas.⁸

El equilibrio estático establece la identidad entre activos y pasivos del banco central. Para ello se puede considerar la siguiente versión ampliada y en términos netos de los activos y pasivos del banco central.

CUADRO 1
ESTADO DE SITUACIÓN DE CUENTAS
BANCO CENTRAL

<u>ACTIVOS</u>	<u>PASIVOS</u>
<i>Reserva Internacional Neta</i>	<i>Base Monetaria</i>
<i>(RIN)</i>	<i>(BM)</i>
<i>Crédito interno Sector Público</i>	<i>Deuda Interna</i>
<i>(CIg)</i>	<i>Estabilización</i>
<i>Crédito interno Sector Privado</i>	<i>(DI)</i>
<i>(CIp)</i>	<i>Deuda Externa</i>
<i>Otros Activos</i>	<i>Mediano y Largo plazo</i>
<i>(OAN)</i>	<i>(DX)</i>

El equilibrio estático establece la igualdad, en todo momento de los activos y pasivos del banco central. Esto permite establecer la siguiente identidad contable:

$$BM + DI + DX = RIN + CIg + CIp + OAN \quad \text{III.1}$$

Para efectos del manejo monetario, la variable clave es la denominada base monetaria, lo que permite generar la siguiente versión operativa:

$$BM = RIN + CIg + CIp + OAN - DI - DX \quad \text{III.2}$$

La expresión anterior indica que el dinero en circulación, o base monetaria, debe estar respaldado en todo momento por activos del banco central que no estén respaldando las obligaciones internas y externas de mediano y largo plazo del banco central.

El diseño de la política monetaria requiere, sin embargo, la identificación de los factores de expansión y contracción de la base monetaria, lo que se logra con el planteamiento de la ecuación anterior en términos de flujos (versión dinámica de ajuste de la base monetaria).

Este planteamiento conduce a la siguiente expresión:

$$\Delta BM = \Delta RIN + \Delta CIg + \Delta CIp + \Delta OAN - \Delta DI - \Delta DX \quad III.3$$

Esta expresión establece el vínculo entre la programación monetaria y las demás cuentas macroeconómicas, en vista de que:

- ΔRIN : cambio en la reserva internacional neta igual al saldo de balanza de pagos (o a la balanza cambiaria del banco central)
- ΔCIg : cambio en el financiamiento monetario del banco central al estado
- ΔCIp : cambio en el financiamiento del banco central al sistema financiero
- ΔOAN : resultado operativo neto del capital del banco central
- ΔDI : cambio en el endeudamiento interno del banco central
- ΔDX : cambio en el endeudamiento externo respaldado por el banco central

Los factores de expansión y de contracción y los vínculos con las diferentes áreas de política económica se muestran en función de la ecuación anterior en el cuadro siguiente:

CUADRO 2
El Manejo de la Política Monetaria y Relaciones con Cuentas
Macroeconómicas y Políticas Económicas

<i>Cambio En la base</i>	<i>Cambio En RIN</i>	<i>Cambio En Cig</i>	<i>Cambio En Cip</i>	<i>Cambio En DI</i>	<i>Cambio En OAN</i>
<i>Vínculos Con Cuentas Macroeconómicas</i>	<i>Saldo de Cuenta Corriente y Cuenta de Capital</i>	<i>Cuentas del Sector Público</i>	<i>Cuentas del Banco Central</i> <i>Cuentas del Sistema Financiero</i>	<i>Cuentas del Banco Central</i>	<i>Cuentas del Banco Central</i>
<i>Vínculos Con áreas de Política Global</i>	<i>Política Comercial</i> <i>Política Cambiaria</i> <i>Política de Deuda Externa</i>	<i>Política Fiscal</i> <i>Política de Deuda Externa</i>	<i>Política Financiera y Crediticia</i> <i>Regulación Financiera</i> <i>Supervisión Financiera</i>	<i>Mercados de Valores</i> <i>Política Financiera y manejo de Tasas de Interés</i>	<i>-----*</i>

Fuente: Elaboración propia con base al artículo "El Papel de la Política Monetaria y La reforma financiera a partir del Ajuste Estructural", Revista Banca Central No.22, Banco de Guatemala, 1994.

La expresión contable (III.3.) puede ser transformada en una expresión en términos económicos aplicando las siguientes condiciones de consistencia macroeconómica y contabilidad monetaria:

$\Delta RIN - \Delta DX$: Saldo de cuenta corriente de balanza de pagos: ΔCC

$\Delta DX = \Delta DXg + \Delta DXp$: Cambio en el financiamiento con fuentes externas al sector público (ΔDXg) y al Sector Privado (ΔDXp).

$\Delta CIg = \Delta CIg^* + \Delta DXg$: Cambio en el financiamiento del banco central del déficit fiscal, con recursos internos o emisión (ΔCIg^*), y con monetización de recursos externos.

$\Delta CIp = \Delta CIp^* + \Delta DXp$: Cambio en el financiamiento del banco central al sistema financiero, con recursos internos o emisión (ΔCIp^*) y con monetización de recursos externos (ΔDXp).

- ΔOAN :** Activos no clasificados netos; refleja el resultado de las operaciones del banco central, la cual incluye las pérdidas cambiarias.
- ΔDI :** Deuda interna de estabilización, correspondiente a neutralización de liquidez por la vía de la captación del público (reduce captación de recursos por el sistema financiero).

La versión económica de los factores de expansión y de contracción de la base monetaria pone de manifiesto las diferentes alternativas de control monetario, como se detalla en la siguiente expresión:

$$\Delta BM = ACC + \Delta(G-T)^* + \Delta CIp + \Delta OAN - \Delta DI$$

Control Monetario	Manejo de Déficit Comercial	+ Financiamiento Déficit Fiscal	+ Financiamiento Crédito Privado	+ Monetización de pérdidas Banco Central	- Emisión de bonos Estabilización
-------------------	-----------------------------	---------------------------------	----------------------------------	--	-----------------------------------

Desde la perspectiva económica, el ajuste se puede realizar al perder divisas, al reducir las pérdidas del banco central o al emitir bonos de estabilización, al recortar el financiamiento del déficit fiscal o reducir el crédito privado.

Sin embargo, el control monetario se puede explicar en función del manejo particular y justificación económica que se dé a los factores de expansión y contracción de la base monetaria. Estos factores han cambiado significativamente a partir de la implementación de los Programas de Ajuste Estructural (PAE), como se mencionará a continuación.

3. 6. Manejo Monetario en la Práctica

3. 6. 1. Manejo Monetario previo al Programa de Ajuste Estructural

El período previo al ajuste estructural se puede caracterizar porque la política monetaria y financiera jugó un papel residual, supeditada principalmente a la política fiscal y al financiamiento de objetivos de tipo desarrollista.

Durante este período, como se muestra en el cuadro, los desequilibrios macroeconómicos y microeconómicos fueron monetizados, generando una divergencia importante del funcionamiento puro del banco central.

CUADRO 3

MANEJO DE POLÍTICA MONETARIA PREVIO AL PAE

Cambios	Cambios en la Base			
	Factores de Contracción	Factores de Expansión	Causas	Resultados e Implicaciones
RIN	-Pérdidas de divisas		-Manejo saldo comercio externo -Mantener el tipo de cambio fijo	-Déficits comerciales insostenibles -Excesiva deuda externa -Eventual pérdida del control del mercado cambiario. -Eventuales pérdidas operativas
Clg		-Emisión de recursos internos -Monetización de recursos externos	-Manejo del déficit fiscal con crédito de corto plazo -Financiamiento de la inversión pública con crédito de largo plazo	-Elevados déficits fiscales -Absorción de la función desarrollista -Déficit cuasifiscal y pérdidas operativas -Emisión de deuda interna o altos niveles de encaje o inversión forzosa en valores del estado
Clp		-Emisión de recursos internos -Monetización de recursos externos	-Políticas desarrollistas de crédito subsidiado de largo plazo a baja tasa de descuento -Liquidez y solvencia de instituciones financieras con adelantos de corto plazo a altas tasas de interés	-Ampliamiento del sistema financiero de fondos subsidiados y externos -Absorción de la función desarrollista -Pocos incentivos y limitada movilización de ahorro financiero -Elevados niveles de riesgo de supervisión
DI	-Emisión BEM (Bonos de Estabilización Monetaria)		-Control monetario -Absorción de Shocks Internos y Externos	-Elevados niveles de deuda interna -Eventual presión en tasas de interés -Competencia por limitado ahorro interno -Aumento en encaje
OAN	-Monetización de Pérdidas Operativas		-Financiamiento de pérdidas cambiarias y operativas	-Presión inflacionaria -Aumento en OAN por evaluación de deuda externa -Aumento en Encaje

Fuente: Elaboración propia con base al artículo "El Papel de la Política Monetaria y La reforma financiera a partir del Ajuste Estructural", Revista Banca Central No.22, Banco de Guatemala, 1994.

Esta divergencia se manifestó de la siguiente manera:

1. Pérdida de independencia en el diseño de políticas económicas, resultado de implementar una visión desarrollista en el papel de la emisión (acomodar déficits comerciales, fiscales y financieros), al supeditar la política monetaria a otras políticas globales.
2. El apoyo al sistema financiero se tradujo en intentos para incidir sobre la disponibilidad, costo y asignación de recursos. Para ello, se convirtieron los adelantos también en redescuentos, financiados con recursos internos o al monetizar recursos externos, a lo que se sumaron toques de cartera para incidir sobre la asignación de recursos, y controles a las tasas de interés para reducir el costo de recursos y a la vez genera pocos incentivos para la población de canalizar su riqueza hacia el ahorro financiero interno.
3. El financiamiento monetario de corto plazo del déficit fiscal se convirtió en la emisión o monetización de recursos externos llevando primero al denominado "estructuramiento" del sector privado en crédito y eventualmente a la masiva participación del estado en el mercado de valores, generando serias distorsiones en el nivel y volatilidad de las tasas de interés.
4. El financiamiento y rescate de instituciones financieras con problemas de liquidez y con excesivos adelantos por iliquidez, mediante el respaldo implícito a depósitos con alto costo inflacionario, resultado de una pobre labor de supervisión y de previsión de crisis.
5. Fijación del tipo de cambio, influenciado por el deseo de mantener tipos de cambio fijo a pesar del deterioro del tipo de cambio real.
6. El banco central responde a la deuda externa, asumiendo el riesgo cambiario de la misma.

Estas nuevas atribuciones tuvieron serias implicaciones sobre la capacidad del Banco Central de implementar políticas económicas, entre las cuales cabe destacar:

1. La aplicación de altas tasas de encaje para control de la expansión monetaria, originada por emisión interna y monetización de deuda externa. El énfasis en el encaje como instrumento de control monetario generó un sesgo represivo contra el sistema financiero.
2. La pérdida neta de divisas para reducir la excesiva liquidez interna, para manejar elevados déficits comerciales o para incidir sobre el tipo de cambio, los cuales llevaron al banco central a perder control sobre las transacciones comerciales y cambiarias sobre el manejo de la deuda externa.
3. La acumulación y monetización de pérdidas por revaluación de activos y pasivos denominados en moneda extranjera.
4. Elevadas pérdidas de operación, resultado del subsidio al crédito interno, la monetización de recursos externos, pérdidas cambiarias y emisión de deuda interna.

3. 6. 2. El Manejo Monetario durante la Estabilización y el Ajuste Estructural

El ajuste estructural, la liberalización financiera y la adopción de regímenes de cambio flexibles con esquemas preestablecidos de devaluación se convierten en factores que inciden sobre el nivel de actividad productiva y sobre el nivel de incertidumbre y riesgos que los agentes económicos utilizan a la hora de tomar decisiones sobre inversión productiva, los que llevaron al estancamiento e incluso a procesos significativos de contracción económica.⁹ En respuesta a la dura situación económica, el manejo monetario estuvo orientado a la consolidación de la estabilización macroeconómica. Para ello, se aplicaron políticas monetarias restrictivas, llevando a la reducción significativa de la disponibilidad de los recursos del Banco Central y de fuentes externas.

Asimismo, la imposibilidad de una reducción inmediata del encaje legal, asociada con la liberalización de mercados con ajustes importantes en el tipo de cambio y en las tasas de interés, llevaron a una reducción significativa en la demanda de crédito

y la inversión productiva, prolongando en sus etapas iniciales el estancamiento económico.

Como se muestra en el cuadro siguiente, el ajuste estructural introdujo reformas en las áreas globales de política económica (comercial, cambiaria, financiera y fiscal) de manera que desequilibrios originados en las mismas fueren tratados con instrumentos de las políticas correspondientes, reduciendo así la posibilidad de que los mismos se tradujeran en nuevos desequilibrios monetarios. Asimismo, como se muestra en el cuadro 4, el ajuste estructural llevó al replanteamiento del marco del diseño y aplicación de políticas económicas y la función del banco central.

CUADRO 4
MANEJO DE POLÍTICA MONETARIA POSTERIOR AL PAE

Cambios	Cambios en la Base	
	Ajuste Estructural función pura del Banco Central	Función pura del Banco Central
RIN	-Liberar el comercio -Liberar el mercado cambiario	-Intervención Correctiva -Apoyo temporal al manejo comercial
Cig	-Abandono de la intervención desarrollista y financiamiento de la inversión pública -Reformas del Estado -Racionalización del gasto público y eliminación de subsidios -Reforma Tributaria -Privatizaciones	-Límites al financiamiento de Corto Plazo -Manejo de cuentas del Estado
Cip	-Abandono de la intervención desarrollista con programas de crédito subsidiado -Eliminación de programas de descuento y tasas de interés subsidiadas -Reforma financiera con liberalización de tasas de interés, apertura a la entrada y actividades, promoción de banca universal -Fortalecimiento del marco institucional y legal -Fortalecimiento de estándares de supervisión	-Límites al financiamiento para atender el problema de liquidez -Delega pero coordina supervisión
DI	-Limitado al manejo de situaciones y shocks temporales	-Recurso de última instancia
OAN	-Búsqueda de financiamiento sano para pérdidas operativas	-Cargo al presupuesto del estado del déficit cuasifiscal

Fuente: Elaboración propia con base al artículo "El Papel de la Política Monetaria y La reforma financiera a partir del Ajuste Estructural", Revista Banca Central No.22, Banco de Guatemala, 1994.

La función del banco central se caracteriza en la actualidad por:

1. El restablecimiento de la autonomía en el diseño de políticas monetarias y financieras, con el abandono de las intervenciones de tipo desarrollistas en la programación de las mismas.
2. El mayor énfasis en la coordinación de las políticas económicas internas (política monetaria y fiscal) para asegurar la consistencia de las mismas.
3. El fortalecimiento de la función de investigación económica y monetaria para dar apoyo al diseño consistente de políticas económicas.
4. El mantenimiento de la función de apoyo al manejo de liquidez del sistema financiero, pero ponen límite a los adelantos por iliquidez y garantiza el abandono de políticas que atentan contra el desarrollo del sistema financiero.
5. La promoción del desarrollo estable y eficiente de los mercados financieros, liberalizando las tasas de interés y limitando su intervención en los mercados de dinero para la fijación óptima de las tasas de interés, así como con la reducción de los elevados encajes bancarios.
6. La promoción del desarrollo del mercado de valores como una alternativa al desarrollo de instrumentos financieros y un elemento competitivo del sistema financiero.
7. La coordinación del aspecto macro de la estabilidad y la solvencia del sistema financiero, delegando en una superintendencia autónoma el aspecto micro de estabilidad mediante procesos de supervisión y prevención de crisis en el sistema financiero.
8. La participación correctiva en el mercado cambiario por la vía de las operaciones de mercado para llevar al tipo de cambio hacia un equilibrio óptimo estable.
9. La reducción en los servicios de apoyo fiscal, eliminando el crédito al estado. En otros países no se otorga financiamiento y se traslada el manejo de las cuentas del Estado a los denominados Bancos del Estado o Bancos Comerciales.
10. La participación activa en los procesos de apertura y de integración regional, incorporando consideraciones de tipo regional para la coordinación de política económica en el contexto de modelos de desarrollo con una orientación al mercado externo.

3. 7. El Sistema Financiero y El Ajuste Estructural

3. 7. 1. El Sistema Financiero

El sistema financiero es un componente crítico de la infraestructura institucional necesaria para que los demás mercados de la economía funcionen bien y para un bienestar económico y social, en vista de la asignación de recursos y el potencial de crecimiento económico. Si bien es cierto que el estado de desarrollo y el tamaño de la economía afecta el tamaño y la estructura del sistema financiero, la evidencia ha demostrado que en países en desarrollo, la excesiva intervención y regulación sobre los mismos y la débil supervisión que se aplica para garantizar la estabilidad y solvencia de las instituciones participantes, es el resultado de su débil participación en el sistema financiero.

En los países en desarrollo, el sistema financiero fue organizado en el pasado desde una perspectiva intervencionista, con el propósito de controlar tanto los precios de las transacciones, a fin de otorgar subsidios (o cobrar tributos) por medio del sistema, como el destino de las carteras de crédito (para fomentar actividades particulares). Igualmente, se limitó la competencia en el mercado. Con estas medidas se buscaba utilizar al sistema financiero como un mecanismo de planificación y como una herramienta fiscal.

De esta manera, los instrumentos de la regulación del sistema financiero fueron el crédito subsidiado y dirigido, la creación de bancos estatales de desarrollo (en algunos casos la nacionalización de todo el sistema, el caso de México), las restricciones de entrada al mercado y la canalización creciente de los fondos prestables, para sufragar el déficit del sector público. Las instituciones de supervisión fueron empleadas principalmente para verificar el cumplimiento de estos controles y para realizar labores de auditoría interna.

La utilización del sistema financiero desde esta perspectiva intervencionista entró en conflicto con sus contribuciones al crecimiento económico, al dejar de ser el sistema un intermediario eficiente entre ahorrantes e inversionistas y convertirse en una herramienta para gravar algunas actividades y subsidiar otras, con propósitos esencialmente redistributivos. El marco regulatorio utilizado para estos propósitos llevó a la represión del sistema y a la eventual contracción de los mercados financieros regulados. Los intentos por dirigir el crédito y por controlar el uso de los fondos aumentaron excesivamente tanto los costos de transacciones de los participantes en el

mercado como los márgenes de intermediación financiera. Los subsidios tuvieron efectos distributivos altamente regresivos (reflejo de la elevada concentración de la cartera de crédito) y los bancos públicos de desarrollo no alcanzaron viabilidad institucional, al no cubrir sus costos ni proteger su cartera de la inflación o de la falta de recuperación de los préstamos. Además, desde mediados de la década de los setenta, el sector público se benefició con la participación creciente del crédito interno, desplazando al sector privado en las carteras de los bancos. Las crisis del sector a principios de los ochenta estuvieron precedidas por este aumento desmedido de la participación del sector público en el crédito interno.

3.7.2. Los Procesos de Reforma Financiera

El fracaso de los esquemas de regulación anteriores reveló la incapacidad del sistema financiero para corregir distorsiones y para alcanzar objetivos no relacionados con la intermediación de fondos, así como de la continua y creciente evasión de la regulación por medio de mercados alternativos (paralelos y en el extranjero).

Con la crisis el enfoque intervencionistas de la regulación financiera se hizo insostenible y las autoridades reconocieron elevados costos sociales del sistema anterior y comenzaron a incorporar elementos de reforma financiera en los procesos de ajuste estructural.

Las reformas financieras que la mayoría de países en desarrollo han venido ejecutando durante la última década responden tanto a una mejor comprensión del papel que el sistema financiero juega en el desarrollo económico, como a un reconocimiento de las deficiencias de la perspectiva intervencionista con que el sistema financiero fue organizado en el pasado.

El proceso de reforma financiera se ha caracterizado por una marcada orientación al mercado, con la eliminación de las restricciones directas a la fijación de los precios de las transacciones financieras, así como de los controles de los montos de crédito para distintas actividades y de las limitaciones de entrada al mercado financiero. Estas reformas pretenden promover.¹⁰

- El crecimiento e integración de los mercados financieros (reducir la fragmentación entre el sector formal y el informal), a fin de aumentar la canalización del poder de

compra mediante el mercado y el acceso de clientela más amplias a servicios financieros eficientes.

- La eliminación de la reglamentación excesiva y el cambio estructural y tecnológico en el mercado, para mejorar la eficiencia mediante la disminución de los márgenes de intermediación y de los costos de transacciones de los clientes de los bancos.
- El aumento de la competencia, solo es posible, a través de la liberalización de las restricciones de precios y de entrada y a la capacidad de ofrecer servicios múltiples por medio de una sola institución.
- El aumento en la capacidad de los intermediarios financieros para protegerse de los riesgos asociados con el valor externo de la moneda, fluctuaciones de las tasas de interés y el crecimiento de los precios.
- El mayor acceso a nuevas fuentes de recursos, mediante una movilización de ahorro financiero nacional.
- El establecimiento de nuevos esquemas de supervisión prudencial para el control de riesgo en el sistema.
- La revisión del papel de los bancos centrales y el fortalecimiento de su autonomía, a fin de reducir las funciones cuasifiscales en sus operaciones y las presiones inflacionarias (y otros impuestos implícitos) que con ellas se originan.

El papel del estado en relación con el sistema financiero, también ha sido redefinido, pasando de los intentos de control de los precios, los montos y los destinos de las transacciones financieras (en sustitución de las fuerzas del mercado), hacia la protección de la estabilidad y eficiencia del sistema financiero, el fomento de la competencia y la protección del depositante. A nivel macroeconómico, el papel de los Bancos Centrales se ha concentrado en mantener el valor interno y externo de la moneda (evitar la inflación).

3. 7. 3. La Supervisión financiera

a) Razones para regular y supervisar

Si bien es cierto que la mayoría de los programas de reforma financiera están orientados a la liberalización de precios, actividades y regulaciones de entrada al

mercado, existen todavía razones válidas para la regulación y supervisión de los mercados financieros.

Estas razones están asociadas con la necesidad de garantizar la seguridad, solidez y solvencia del sistema, elemento central para la administración eficaz de los medios de pago y la asignación eficiente de recursos escasos en economías en desarrollo. Como en los países en desarrollo los mercados de valores son comparativamente pequeños, los principales emisores de valores son el Estado, otras empresas estatales y los intermediarios financieros.

La mayor parte de los valores primarios están en manos de los intermediarios financieros y la mayor parte de los activos financieros, en manos del público, son los pasivos del sistema bancario. Como resultado, los bancos constituyen, en elevada proporción, la fuente de financiamiento con recursos no propios más importante para las empresas.¹¹

Esta estructura del mercado podría llevar a los bancos a aceptar riesgos demasiado elevados en sus carteras de crédito. El dilema que las autoridades enfrentan es el conflicto potencial entre las funciones de monetización del sistema, por un lado y la intermediación y manejo del riesgo, por el otro. Desde la perspectiva de la estabilidad del sistema de pagos, donde la confianza de los depositantes es crítica, lo deseable es que los bancos estén preparados para manejar los riesgos implícitos en su cartera de activos, para evitar problemas de liquidez o solvencia.¹²

b) Ámbito de la Regulación Financiera

En la actualidad, los esfuerzos para fortalecer la supervisión de las instituciones financieras proponen la adopción de esquemas y estándares que siguen las recomendaciones generadas por el comité de Basilea. Los acuerdos de este comité han estado orientados a favorecer una mayor supervisión prudencial y una creciente armonización de las disposiciones nacionales, primero en los países de la Comunidad Económica Europea y posteriormente en los demás países integrados al mercado financiero internacional. El elemento central de los nuevos esquemas consiste en la reorientación de la función de auditoría interna que se asociaba con la supervisión tradicional, para dar más énfasis al diagnóstico institucional sobre la solvencia, liquidez, rentabilidad, calidad de gerencia y administración de intermediarios financieros que dejó en libertad a los bancos del sistema.

3. 8. La Experiencia de Liberalización Financiera en Guatemala

La existencia de una relación estable y predecible entre los agregados monetarios, la actividad económica, los precios y las tasas de interés constituye un factor fundamental para la formulación de la política monetaria, por el obvio motivo que, al disponer de estimaciones precisas sobre el comportamiento esperado de la demanda de dinero, las autoridades monetarias pueden suplir la cantidad de dinero que resultará en un equilibrio más estable del mercado monetario.

Bajo circunstancias de liberalización financiera, es probable que la relación previamente existente entre la demanda de dinero y las distintas variables que entran como argumentos en la función de la demanda de dinero, sufra alteraciones de consideración, en la medida que la liberalización financiera mejora la calidad de las señales económicas, expande la gama disponible de posibilidades financieras y modifica el entorno institucional.

La clasificación de los posibles efectos de la liberación financiera sobre la demanda de dinero pueden ser: a) la liberalización de las tasas de interés al reflejar mejor las tasas de retorno económico y el riesgo de los activos financieros, pueden inducir reorganizaciones de cartera que implican desplazamientos de la demanda; b) el viraje hacia los instrumentos indirectos de la política monetaria podría alterar la relación observada entre los agregados monetarios y los argumentos de la función del dinero; c) las medidas para mejorar el funcionamiento y la profundidad de los mercados financieros podrían inducir reorganizaciones de cartera y alterar la sensibilidad de la demanda de dinero ante los cambios en el ingreso y las tasas de interés.

En general, las medidas que promueve el desarrollo de los mercados financieros pueden inducir desplazamientos lejos de activos monetarios convencionales a medida que aumenta la disponibilidad de nuevos activos financieros. Estos activos pueden incluir activos externos y activos domésticos. Al mismo tiempo, podría darse un proceso de reintermediación como resultado de los otros dinamismos de la liberalización financiera, que atrajeran hacia el sistema financiero formal ahorro doméstico previamente movilizado en el mercado informal.

El efecto neto de tales desarrollos sobre la evolución de los agregados monetarios amplios sería en principio incierto. En la práctica, un fallo para detectar

cambios en la demanda de dinero, tras un proceso de reforma financiera, puede resultar en una política monetaria más restrictiva o más expansiva que lo planeado antes de que las reformas financieras fueran implementadas.

El proceso de liberalización financiera impulsado en Guatemala durante los años noventa ha incluido componentes descritos en el anterior párrafo. Las tasas de interés han experimentado una reducción paulatina, las autoridades monetarias se han apoyado en la medida creciente en el uso de instrumentos monetarios indirectos y el sistema financiero ha sido sometido a un proceso de reformas para mejorar su competitividad y eficiencia. Asimismo, las autoridades monetarias han adoptado diversas medidas para fortalecer la integración del mercado doméstico a los circuitos financieros internacionales.¹³

Durante varios años, las instituciones financieras estuvieron intermediando en moneda extranjera con los residentes de Guatemala y registrando tales operaciones con sus bancos corresponsales off-shore. A partir de mayo 2001, se permite que los residentes guatemaltecos mantengan activos y pasivos denominados en moneda extranjera en el sistema bancario doméstico, sin que hasta la fecha hayan surgido señales de que se esté dando un proceso de sustitución de monedas (currency substitution).

Aunque las tasas de interés nominales durante los años noventa han permanecido en promedio en niveles superiores a los años ochentas, se aprecia una tendencia hacia su disminución, particularmente en los últimos años. Este fenómeno es consistente con una mayor movilidad de capitales y una mayor integración de la economía guatemalteca a los mercados financieros internacionales.

Por otro lado, los indicadores de profundización financiera muestran también que los desarrollos monetarios ocurridos en Guatemala comparten ciertas características comunes a las experiencias de liberalización financieras en otros países.

En teoría, las reformas de los mercados financieros en un contexto de liberalización pueden alterar la velocidad de los agregados monetarios en cualquier dirección. Por una parte, las reformas que estimulan la competencia entre los intermediarios financieros (por ejemplo, a través de un aumento del número de bancos) y promueven la adopción de innovaciones tecnológicas como las tarjetas de crédito, las transferencias electrónicas de depósitos y los cajeros automáticos, pueden aumentar la velocidad de M1 y M2, en tanto posibilitan una conversión más ágil del dinero en sus sustitutos.

3. 9. Instrumentación de la Política Monetaria en un contexto de Liberalización Financiera

La elección de los instrumentos apropiados de política monetaria depende en buena medida de la madurez y profundidad de los mercados financieros. Por tanto, en la medida que un proceso de liberalización financiera altera el entorno institucional en que operan los mercados financieros y de capitales, tal proceso pueden afectar también las metas de la política monetaria y las variables que un banco central suele monitorear para evaluar las condiciones monetarias.

Históricamente, los bancos centrales se han regido sobre mercados financieros poco desarrollados, han tendido a establecer metas cuantitativas de agregados monetarios (por ejemplo, M2), al tiempo que las tasas de interés han estado sometidas bajo controles administrativos. A medida que los mercados financieros se han desarrollado, el rol de las metas monetarias de tipo cuantitativo en la conducción de la política monetaria han perdido operatividad; las autoridades monetarias han recurrido crecientemente a las operaciones de mercado abierto para influir sobre las tasas de interés, al tiempo que ha declinado el uso de mecanismos basados en controles directos del crédito bancario o cambios en los requisitos del encaje para alcanzar las metas monetarias.¹⁴

La experiencia de muchos países industrializados que experimentaron episodios de desregulación financiera durante los años ochenta, así como de diversas economías emergentes que han atravesado por procesos de liberalización financiera, muestra giros significativos en la orientación de la política monetaria.

En muchos de esos países, las autoridades monetarias han enfrentado dificultades para mantener metas intermedias y se han movido hacia metas explícitas como objetivos finales (típicamente inflación). En Guatemala, por ejemplo, la nueva Ley Orgánica del Banco Central, establece la estabilidad de precios como el principal objetivo de política de dicha institución.

Un factor fundamental que subyace a ese giro de la política monetaria radica en que la liberalización financiera puede afectar considerablemente la estabilidad de los agregados monetarios. De ahí que muy pocos bancos centrales en economías con mercados financieros relativamente liberalizados traten de adherirse estrictamente a

metas monetarias, o de diseñar sus medidas de política a partir de las desviaciones de la tasa efectiva de crecimiento del dinero con respecto a su crecimiento proyectado. Las metas de agregados monetarios han pasado a ser vistas como rangos flexibles para el monitoreo de las condiciones prevalecientes en el mercado monetario, al tiempo que el monitoreo de variables de precios como las tasas de interés y el tipo de cambio ha cobrado preponderancia.

Un importante prerequisite para el diseño y la implementación efectiva de un marco de política centrado en torno a metas monetarias cuantitativas lo constituye la existencia de una función de demanda de dinero estable y predecible. Tal prerequisite es particularmente relevante para el establecimiento de metas monetarias para controlar la inflación.

Si la demanda de dinero no es predecible, las autoridades monetarias enfrentan el problema de no poder determinar con suficiente precisión si un aparente exceso de oferta monetaria refleja un cambio en los saldos monetarios deseados de los agentes o si las tenencias efectivas de dinero estén temporalmente por encima del nivel que los agentes quisieran mantener en el largo plazo.

La evidencia empírica en muchas economías que han atravesado por procesos de liberalización financiera sugiere un grado de inestabilidad más o menos apreciable en la interacción entre el crecimiento del dinero, la actividad económica y la inflación.

Por tanto, la demanda de dinero no puede ser considerada ya como una guía suficientemente segura para la formulación de la política monetaria, lo cual plantea a los diseñadores de la política económica el dilema de decidir hasta qué punto las medidas de política deberían ser constreñidas por las metas pre-anunciadas. Si la tasa de crecimiento del dinero no es un predictor fiable de la inflación futura o de la tendencia del Producto, entonces quizá sería preferible abandonarla como una meta intermedia o, en el mejor de los casos, relegarla a ser un elemento más del conjunto de indicadores que las autoridades monetarias vigilan regularmente para monitorear las condiciones monetarias.

Como en otros países, la liberalización financiera en Guatemala ha contribuido a mejorar la calidad de las señales de los mercados financieros, pero también ha creado potencial para una mayor inestabilidad de la demanda de dinero al alterar el entorno institucional y expandir la gama de oportunidades financieras, por ejemplo, debido a reorganizaciones de cartera inducidas por la liberalización de las tasas de interés; a los efectos que el giro hacia instrumentos indirectos de política monetaria puede tener sobre

la relación observada entre los agregados monetarios, la actividad económica, los precios y las tasas de interés; o al efecto sobre la sensibilidad de la demanda de dinero ante cambios en el ingreso y las tasas de interés, de medidas para mejorar el funcionamiento de los mercados financieros.

¹ Cuyan Paz, Otto Rene, La Modernización del Sistema Financiero Guatemalteco en el Contexto de la desregulación Financiera Internacional, Revista Banca central, 1997 No. 34, Guatemala, pp. 23 y 24.

² Ídem.

³ Camacho, Arnoldo, El Papel de la Política Monetaria y la Reforma Financiera a partir del Ajuste Estructural, Revista banca Central No. 22, 1994, Guatemala, pp.47.

⁴ Ídem.

⁵ Ídem.

⁶ Ídem.

⁷ Ídem.

⁸ Ídem.

⁹ Ídem.

¹⁰ Ídem.

¹¹ Ídem.

¹² Ídem.

¹³ Acevedo Flores, Carlos Gerardo, Política Monetaria, Intermediación Financiera y Crecimiento Económico: la Experiencia de Guatemala durante 1970-2002, Revista Banca Central, 2003, No. 44, Guatemala, pp. 48.

¹⁴ Ídem.

CAPITULO IV

EFFECTOS DE LOS OBJETIVOS INFLACIONARIOS COMO INSTRUMENTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE LAS VARIABLES MONETARIAS Y REALES

Desde la creación del Banco Central, el comportamiento de la inflación se puede dividir en tres períodos. El primero comprende desde 1946 hasta 1973, y se caracterizó por un crecimiento de los precios internos y externos de una forma estable. El segundo período comprende desde 1974 hasta 1991, y se caracterizó por una marcada volatilidad en el nivel de precios. Las crisis internacionales del petróleo en 1973 y 1978, la inestabilidad política del período 1978-1986, la política de control de cambios en 1982-1984 y la inestabilidad cambiaria de finales de los ochenta, fueron factores que condujeron a la volatilidad de precios indicada. El tercer período comprende desde 1992 hasta 2003, y se caracteriza por un nivel de precios que refleja una tasa de crecimiento anual relativamente estable.

De acuerdo con lo anterior, la comprensión de la dinámica de la inflación en Guatemala es de suma importancia, tanto para los agentes económicos (empresas y familias), como para el Banco Central y el resto del Sector Público. Por lo tanto, conocer el comportamiento de la inflación en el tiempo y sus efectos sobre las demás variables de la economía, permite elaborar mejores expectativas acerca de su comportamiento en el futuro, asimismo reduce la incertidumbre del comportamiento de los precios en el corto plazo.

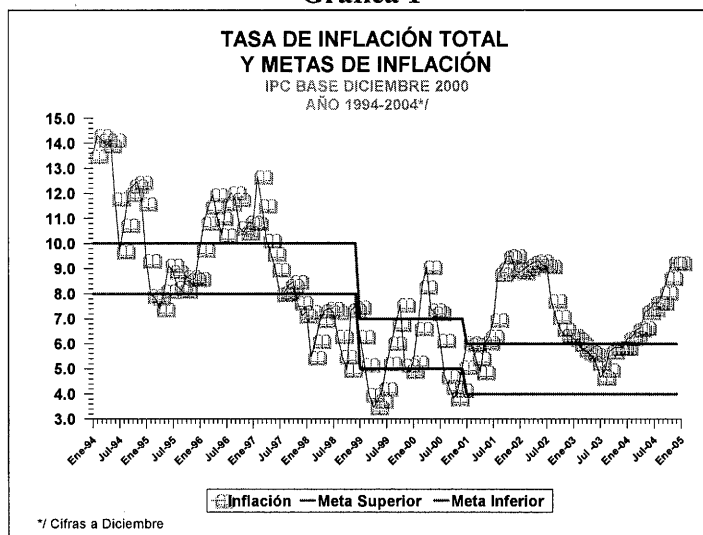
En Guatemala, la conducción y formulación de la política monetaria en los últimos años se ha dirigido hacia el establecimiento de un objetivo inflacionario estable. Sin embargo, sin un claro compromiso de lograrlo. Es decir, el anterior marco de política es considerado como un estado de transición de la política monetaria, bajo el

cual el Banco Central orienta su política monetaria hacia un objetivo de inflación, pero no declara un compromiso total hacia el mismo. Lo anterior ocurre porque las condiciones institucionales y estructurales de la economía no le permiten desatender del todo otros objetivos (estabilidad financiera y del tipo de cambio, por ejemplo) para dedicarse solamente a la consecución del objetivo inflacionario. En este caso, los bancos centrales persiguen que la política monetaria maximice el bienestar social al apoyar el crecimiento de largo plazo a través de una combinación de inflación baja de un dígito, estabilidad financiera y estabilización del producto.

Es conveniente indicar que en Guatemala recién se aprobó un conjunto de nuevas leyes para el sector financiero, entre las cuales figura la nueva ley orgánica del Banco de Guatemala. El nuevo marco legal del Banco Central, además de contemplar importantes avances hacia la independencia y transparencia, manifiesta claramente que su objetivo fundamental será promover las políticas que conduzcan a la estabilidad en el nivel general de precios.

Como se observa (Gráfica 1), el comportamiento de la inflación en los últimos años muestra el compromiso por parte de la autoridad monetaria hacia una estabilización de precios tanto en el corto plazo como en el mediano plazo, además el horizonte del Banco Central en el largo plazo es la búsqueda de una inflación de un dígito. Sin embargo, si bien es cierto el comportamiento de los precios ha sido a la baja, ha mostrado una alta volatilidad, esto obedece a los impactos que ha tenido el nivel de precios como consecuencia de choques internos y externos, tales como aumento de impuestos (IVA) y últimamente, los precios internacionales del petróleo.

Gráfica 1



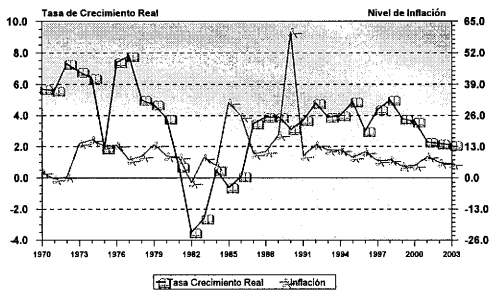
En este capítulo, se exponen los resultados estadísticos y econométricos a los cuales llegó la investigación empírica de la instrumentación de los objetivos inflacionarios sobre las variables reales y monetarias de la economía en el período de 1994-2003, para lo cual se utilizó series mensuales y anuales de las variables anteriormente mencionadas. A continuación, se presentan los resultados obtenidos.

4.1. Efecto Sobre la Tasa de Crecimiento

Dentro de la teoría económica, el efecto esperado de la estabilidad de los precios sobre la tasa de crecimiento económico es el aumento de la misma en forma sostenida y de esta manera se traduzca en bienestar para toda la población y, por ende, en desarrollo económico. Dicha estabilidad, significa la ausencia de los efectos perniciosos de la inflación tales como las expectativas negativas sobre la economía, asimismo evita desincentivar el ahorro y por ende la inversión. Empero, se hace la salvedad de que mantener una estabilidad de precios, no quiere decir que estos deben permanecer estáticos, sino más bien controlados de manera que alcancen tasas de crecimiento que se mantengan en un rango aceptable y que permitan a los agentes económicos elaborar expectativas sobre el comportamiento futuro de la economía.

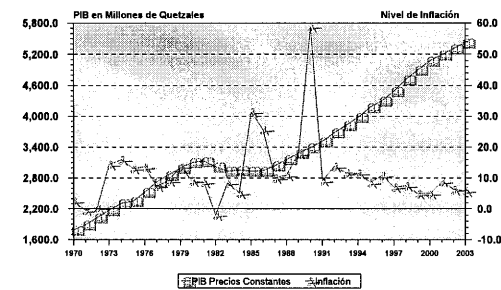
Sin embargo, siendo el crecimiento económico un proceso multidimensional en el cual intervienen múltiples variables, no es fácil en la mayoría de los casos identificar y cuantificar con suficiente precisión los factores que entran en juego, debido a que en muchas ocasiones el crecimiento económico resulta depender más de causas estructurales, asociadas a factores de largo plazo tales como estructura productiva, incidencia externa y rígideces en los diferentes mercados.

GRAFICA 2
TASA DE CRECIMIENTO REAL E INFLACION
AÑOS 1970-2003



Fuente: Banco de Guatemala

GRAFICA 3
PIB A PRECIOS CONSTANTES E INFLACION
AÑOS 1970-2003



Fuente: Banco de Guatemala

Conforme a lo anterior, visualmente (Gráficas 2 y 3) en el período 1970-2003, la tasa de crecimiento y el PIB a precios constantes mantuvieron una relación con el nivel de inflación en ciertos períodos, por lo tanto, se infiere que la inflación afectó el comportamiento del producto en el corto plazo. Sin embargo, en ciertos períodos el comportamiento de ambas fue similar. Por ejemplo, en el período de 1979 a 1983 ambas tuvieron un comportamiento hacia la baja, es decir que en este período existió un proceso de deflación en la economía guatemalteca como consecuencia de los problemas internos y externos que afectaron el país en ese período.

Asimismo, para los años de 1985 y 1990 la tasa de inflación mostró un comportamiento muy volátil, más bien se puede afirmar que son los niveles de inflación más altos que ha mostrado la economía en los últimos años. En consecuencia, la tasa de crecimiento económico mostró un decremento pronunciado, por lo tanto existió una relación inversa entre ambas variables, es decir una Curva de Phillips con pendiente negativa. De acuerdo a lo anterior, se procedió a realizar un análisis de correlación para comprobar estadísticamente la relación entre la inflación, el crecimiento económico y el producto interno bruto a precios constantes en dicho período.

Cuadro 1
REGRESIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL SOBRE LA TASA DE CRECIMIENTO

Variable Dependiente: TCREC				
Método: Mínimos Cuadrados				
Muestra(ajustada): 1970 2003				
Observaciones Incluidas: 34				
Variable	Coefficiente	Error Standard	t-Estadístico	Prob.
C	3.736265	0.664128	5.625821	0.0000
INFLA	-0.020753	0.042448	-0.488904	0.6282
R-cuadrado	0.007414	Media var dependiente		3.500000
R-cuadrado Ajustado	-0.023604	S.D. var dependiente		2.625516
S.E. of regresión	2.656322	Akaike info criterion		4.848784
Suma residuos al cuadrado	225.7934	Schwarz criterion		4.938570
Log likelihood	-80.42933	F-statistic		0.239027
Durbin-Watson estadístico	0.551616	Prob(F-statistic)		0.628244

Cuadro 2
REGRESIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL SOBRE EL PIB A PRECIOS CONSTANTES

Variable Dependiente: PIBk				
Método: Mínimos Cuadrados				
Muestra(ajustada): 1970 2003				
Observaciones Incluidas: 34				
Variable	Coefficiente	Error Standard	t-Estadístico	Prob.
C	3489.766	258.9111	13.47862	0.0000
INFLA	-6.471652	16.54830	-0.391077	0.6983
R-cuadrado	0.004757	Media var dependiente		3416.088
R-cuadrado Ajustado	-0.026345	S.D. var dependiente		1022.193
S.E. of regresión	1035.570	Akaike info criterion		16.78031
Suma residuos al cuadrado	34316985	Schwarz criterion		16.87010
Log likelihood	-283.2653	F-statistic		0.152941
Durbin-Watson estadístico	0.023688	Prob(F-statistic)		0.698332

En el análisis de correlación, tal y como lo indica esta prueba, la relación entre el nivel de inflación y la tasa de crecimiento económico (cuadro 1) muestra un coeficiente de correlación de 0.01, es decir que la relación entre ambas es estadísticamente muy baja, lo cual indica que la inflación no explica el comportamiento de la tasa de crecimiento económico en el período analizado. Además, la variable explicativa, en este caso el nivel de inflación no es estadísticamente significativa, es decir la significancia del valor del estadístico t calculado (-0.49) cae en la región de rechazo ($|t| \geq 1.5$ para que la variable sea estadísticamente significativa). Por otro lado, la variable explicativa muestra un signo negativo, que indica una relación inversa entre la variable independiente (inflación) y la variable dependiente (tasa de crecimiento económico).

En el caso del PIB a precios constantes (cuadro 2), la relación entre ambas es poco significativa, es decir que el coeficiente de correlación es de 0.01, lo cual indica que la inflación no explica el comportamiento del PIB constante en ese período. Así también, la variable explicativa no es estadísticamente significativa (-0.39).

En conclusión, se deduce que la inflación no explicó el comportamiento de la tasa de crecimiento económico y el producto interno bruto a precios en el período 1970-2003, por lo tanto existieron otros factores estructurales y coyunturales que explicaron el comportamiento de ambas variables en dicho periodo.

Sin embargo, analizando el período 1994-2003, en el cual la autoridad monetaria (Banco de Guatemala) traslada su objetivo hacia la estabilidad de precios a través de las metas de inflación. La relación entre la inflación, la tasa de crecimiento económico y PIB a precios constantes muestra una aceptable significancia estadística a través del análisis de correlación.

Cuadro 3

REGRESIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL SOBRE LA TASA DE CRECIMIENTO				
Variable Dependiente: TCREC				
Método: Mínimos Cuadrados				
Muestra: 1994 2003				
Observaciones Incluidas: 10				
Variable	Coefficiente	Error Standard	t-Estadístico	Prob.
C	2.842387	7.555401	2.376206	0.7179
INFLA	-0.274336	0.128905	-2.128197	0.0709
R-cuadrado	0.494757	Media var dependiente		3.530000
R-cuadrado Ajustado	0.350402	S.D. var dependiente		1.090413
S.E. of regresión	0.878847	Akaike info criterion		2.822913
Suma residuos al cuadrado	5.406602	Schwarz criterion		2.913688
Log likelihood	-11.11456	F-statistic		3.427364
Durbin-Watson estadístico	2.521986	Prob(F-statistic)		0.091675

Cuadro 4

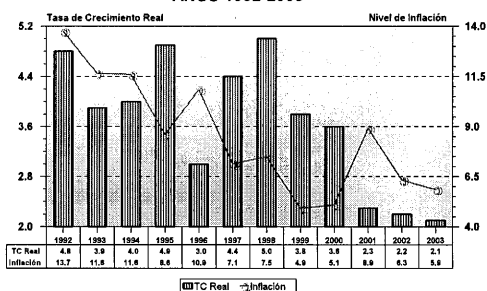
REGRESIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL SOBRE EL PIB A PRECIOS CONSTANTES

Variable Dependiente: PIBK				
Método: Mínimos Cuadrados				
Muestra: 1994 2003				
Observaciones Incluidas: 10				
Variable	Coefficiente	Error Standard	t-Estadístico	Prob.
C	5962.676	426.6790	13.97462	0.0000
INFLA	-157.1617	53.47450	-2.939003	0.0187
R-cuadrado	0.519165	Media var dependiente		4756.460
R-cuadrado Ajustado	0.459061	S.D. var dependiente		501.6533
S.E. of regresión	368.9587	Akaike info criterion		14.83610
Suma residuos al cuadrado	1089044.	Schwarz criterion		14.89662
Log likelihood	-72.18052	F-statistic		8.637736
Durbin-Watson estadístico	1.127845	Prob(F-statistic)		0.018738

Como se puede observar (cuadro 3), el análisis de correlación indica que la tasa de crecimiento económico es explicada en un 0.50 por el comportamiento de la tasa de inflación, asimismo la variable explicativa (tasa de inflación) es estadísticamente significativa ($t = -2.13$), además el valor del coeficiente de la variable explicativa muestra un signo negativo que indica la relación inversa que existe entre la tasa de crecimiento económico y la inflación. Es decir que la inflación tiene un costo sobre la tasa de crecimiento económico.

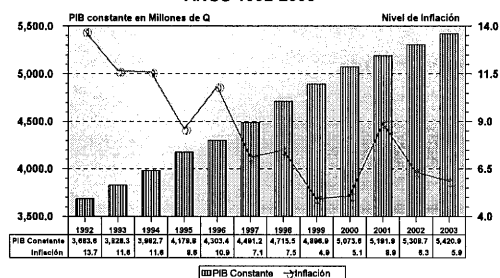
Asimismo, el PIB a precios constantes es explicado en un 0.52 por el comportamiento de la inflación en ese período; así también, la variable explicativa es estadísticamente significativa ($t = -2.93$) y el valor del coeficiente muestra un signo negativo que indica la relación inversa entre ambas variables.

GRAFICA 4
TASA DE CRECIMIENTO REAL E INFLACION
AÑOS 1992-2003



Fuente: Banco de Guatemala

GRAFICA 5
PIB A PRECIOS CONSTANTES E INFLACION
AÑOS 1992-2003



Fuente: Banco de Guatemala

Por otra parte, en el cuadro 5, muestra por períodos la media y la desviación de la inflación total, la tasa de crecimiento económico y el producto interno bruto a precios constantes. Como se observa, la media y la desviación estándar de la inflación ha alcanzado un nivel más estable comparado con el período 1980-1990, esto se debió a un

mayor compromiso hacia la estabilización de precios por parte de la autoridad monetaria; asimismo, otros factores como los programas de ajuste que se dieron en la economía, el apoyo de la política fiscal hacia la política monetaria.

Por otra parte, en el caso de la tasa de crecimiento económico y PIB constante las medidas de dispersión muestran un comportamiento más estable comparado con el período 1980-1990, este indica que el efecto de la estabilidad en los precios probablemente contribuyó en buena medida al comportamiento de dicha variables.

CUADRO 5
 MEDIDAS DE DISPERSIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL, TASA DE CRECIMIENTO ECONOMICO
 Y PRODUCTO INTERNO BRUTO A PRECIOS CONSTANTES

VARIABLE	1970-1979		1980-1990		1991-2003	
	Media	Desviación	Media	Desviación	Media	Desviación
Inflación Total	9.0	6.2	16.9	17.3	8.6	2.8
Tasa de Crecimiento	5.9	1.7	1.2	2.7	3.7	1.0
Producto Interno Bruto a precios constantes */	2,365.2	408.2	3,082.3	151.7	4,506.9	646.3

Fuente: Banco de Guatemala
 */ en millones de Quetzales

Según lo evidenciado en las pruebas econométricas, la inflación explica en buena medida el comportamiento de la tasa de crecimiento económico y el PIB constante en el período 1994-2003. Por lo tanto, se deduce que una alta volatilidad en los precios tiene un efecto negativo sobre la tasa de crecimiento y el PIB constante. Asimismo, un comportamiento estable de los precios, tendrá un efecto positivo sobre las variables mencionadas.

Por otra parte, un análisis alternativo del efecto de la inflación sobre el producto constituye el análisis de la oferta agregada de la economía a través del índice mensual de la actividad económica.

Derivado de lo anterior, se procedió analizar la relación entre las series de la inflación e -IMAE- a través de un análisis de correlación y análisis de volatilidad de ambas series.

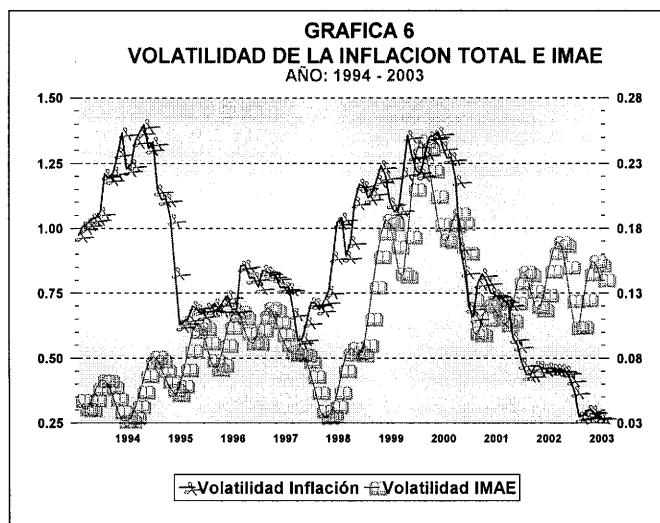
En el análisis de correlación, tal y como lo indica esta prueba, la correlación entre la inflación total y subyacente con respecto al IMAE (cuadro 6) tienen un coeficiente de correlación de 0.51, asimismo es altamente significativa. Esto significa que el ritmo de actividad productiva es sensible en un 0.51% ante un aumento de la inflación total. Un aumento en un punto porcentual en la inflación total provocan

retrocesos en el ritmo de expansión de la actividad económica hasta en un 0.51%. El signo negativo en la regresión significa que la inflación representa un costo para el ritmo de actividad productiva, lo que equivale a la existencia de una Curva de Phillips de corto plazo con pendiente negativa.

Cuadro 6
REGRESIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL SOBRE EL IMAE

Variable Independiente: IMAE				
Método: Mínimos Cuadrados				
Muestra: 1994:01 2003:12				
Observaciones Incluidas: 120				
Variable	Coefficiente	Error Standard	t-Estadístico	Prob.
C	138.1970	2.418161	57.14960	0.0000
INFLA	-3.170904	0.287179	-11.04155	0.0000
R-cuadrado	0.508161	Media var dependiente		112.7777
R-cuadrado Ajustado	0.503993	S.D. var dependiente		11.51030
S.E. of regresión	8.106447	Akaike info criterion		7.039723
Suma residuos al cuadrado	7754.309	Schwarz criterion		7.086181
Log likelihood	-420.3834	F-statistic		121.9159
Durbin-Watson estadístico	0.116037	Prob(F-statistic)		0.000000

Por otra parte, en el análisis de volatilidad se puede observar (gráfica 6) la volatilidad del IMAE con respecto a la inflación total, la cual indica que el IMAE ha mantenido comportamiento estable a lo largo del período analizado, sin embargo muestra un período de alta volatilidad desde mediados del año 1997 hasta finales del año 2000, probablemente originado por una alta volatilidad en la inflación en el mismo período. Posteriormente, siguió un período estable del IMAE, reflejó de la relativa estabilidad de precios.



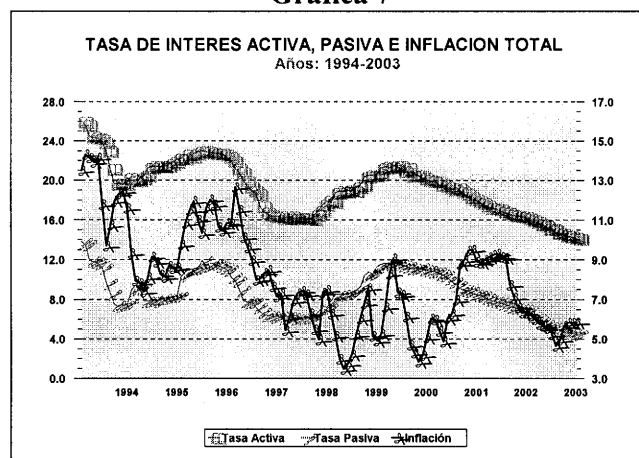
Por lo tanto, para el caso de la relación entre el IMAE y la inflación entre mayor sea la volatilidad de la inflación total, el comportamiento de la actividad económica probablemente va a responder de una manera inversa. Por lo tanto, se deduce que la actividad económica se volverá más volátil en el corto plazo, si solo si, el supuesto de que la curva de largo plazo es vertical, lo cual implica que la inflación no tiene un efecto permanente sobre la producción real. Sin embargo, probablemente en el corto plazo si puede tener un efecto sobre la producción.

4.2. Efecto Sobre la Tasa de Interés.

Para el caso particular de Guatemala, la tasa de interés es uno de los principales precios de mercado, en décadas pasadas la determinación del precio de esta variable, la llevaba a cabo la autoridad monetaria por razones de política económica, como un incentivo hacia ciertos sectores productivos de la economía.

Sin embargo, a partir de la crisis de los años ochenta y por la tendencia a la liberalización de la economía, las tasas activas y pasivas son determinadas por la oferta y demanda del mercado de dinero. Por lo tanto, si en la práctica el tipo de cambio es estable, entonces la variabilidad de la inflación debe guardar estrecha cercanía con la fluctuación de la tasa de interés al ser ésta un macro precio caracterizado por fluctuar libremente en el mercado.

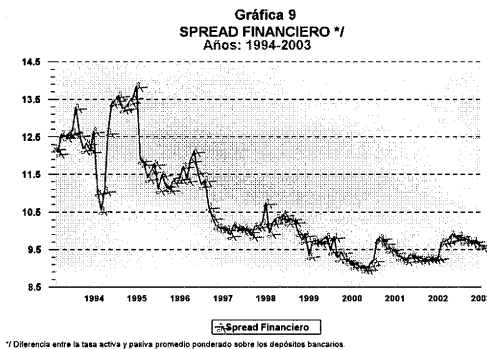
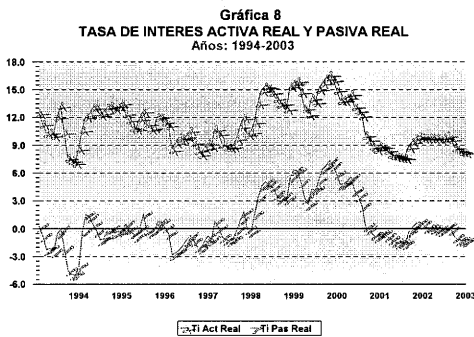
Gráfica 7



Como se muestra (gráfica 7), durante el período analizado el comportamiento de las tasas activas y pasivas e inflación tienen una tendencia hacia la baja. Empero, la inflación muestra períodos de alta volatilidad, que influenciaron el comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva en el corto y mediano plazo.

Por otra parte, se observa (gráfica 8), que la tasa de interés activa y pasiva real ha mantenido un comportamiento positivo en la mayoría del período analizado, es decir que la estabilidad en los niveles de precios contribuyó a que la tasa activa y pasiva real fueran en su mayoría positivas, deduciendo que un nivel de inflación bajo implica un incentivo hacia el ahorro y la inversión.

Asimismo, como se observa (gráfica 9), el comportamiento del spread financiero ha sido hacia la baja con un comportamiento estable en el transcurso del período, esto se debe en cierta parte por la modernización y competencia que se da en el sistema financiero nacional, así también como a los niveles de estabilidad macroeconómica que muestra la economía en los últimos años.



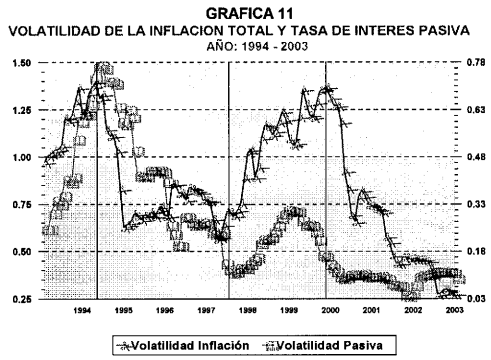
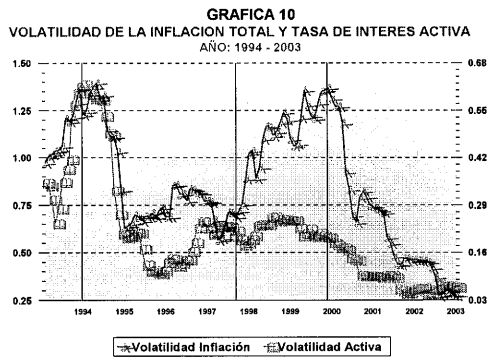
Para el caso específico de las tasas de interés (cuadro 7), el comportamiento de la media y desviación de las tasas activa y pasiva con respecto de la inflación total en el período mencionado, es mayor. Debido a que en años anteriores, las tasas eran determinadas por la autoridad monetaria, por lo tanto no reflejaban el comportamiento real de las tasas. Sin embargo, se infiere que tienen un comportamiento más estable porque representa una tendencia de mercado que muestra las expectativas de los agentes económicos con respecto a la economía. Como se puede observar, la que presenta una mayor volatilidad, es la tasa activa, esto se explica, por otros factores estructurales y coyunturales, más que del nivel de inflación.

CUADRO 7
MEDIDAS DE DISPERSIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL, LA TASA DE INTERÉS ACTIVA
Y TASA DE INTERÉS PASIVA

VARIABLE	1984-1990		1991-1993		1994-2003	
	Media	Desviación	Media	Desviación	Media	Desviación
Inflación Total	18.7	14.4	20.3	15.3	8.0	2.6
Tasa de Interés Activa */	15.0	0.0	22.7	2.4	19.3	2.7
Tasa de Interés Pasiva */	11.0	0.0	12.9	2.2	8.7	2.2

Fuente: Banco de Guatemala
*/ Promedio ponderado sobre depósitos del sistema bancario.

Por otra parte, como se observa (Gráfica 10), la volatilidad de la tasa de interés activa respecto a la inflación total tienen un comportamiento similar en el largo plazo, sin embargo, menos volátil que el comportamiento de la inflación. Asimismo, la volatilidad de la tasa activa muestra una reducción pronunciada al final del período analizado, por consiguiente otros factores explican dicho comportamiento, como los niveles de liquidez en la economía. Por lo tanto, se deduce que la variable que controla las tasas de interés está fuera del marco teórico seleccionado en este trabajo. Por consiguiente, la volatilidad de la inflación afecta en menor grado el comportamiento de la tasa de interés activa.



Por lo tanto, la tasa de interés guarda una estrecha relación con la tendencia de mediano plazo de la inflación general. Cabe indicar, que se seleccionó la tasa de interés activa, pues representa el costo financiero para los agentes privados de pedir prestado, incluirse como parte de los costos totales de producción y, por lo tanto, interviene en el proceso de formación de precios.

En el caso de la volatilidad de la tasa pasiva (Gráfica 11), el comportamiento es similar al mostrado por la tasa inflación. Por lo tanto, la volatilidad de la inflación y la volatilidad de la tasa pasiva tienen una relación directa. Por consiguiente, el comportamiento de la volatilidad de la tasa pasiva responde en forma directa al comportamiento de la volatilidad de la inflación a lo largo del período analizado, debido a que un nivel alto de inflación convierte la tasa pasiva real en negativa, entonces esto desincentiva el ahorro y por consiguiente el nivel de inversión en la economía.

Sin embargo, a mediados del año 1998, la volatilidad de la tasa pasiva muestra una reducción en la volatilidad en comparación con la volatilidad de la inflación. Esto se debe a que en los últimos años el exceso de liquidez en la economía y en el sistema bancario, ha permitido que las tasas de interés muestren una marcada tendencia a la baja, que por consiguiente inciden en su comportamiento, haciendo que esta sea menos volátil.

En conclusión el comportamiento del nivel de inflación, afecta las tasas de interés activa y pasiva a través del mercado de dinero, esto hace que la transmisión del nivel de precios se de por medio del sistema bancario. Sin embargo, en los últimos años las tasas han sido afectadas más por los niveles de liquidez que del comportamiento del nivel de inflación. Sin embargo, un nivel de inflación alto, podría volver volátil el comportamiento de las tasas de interés en el mediano y largo plazo.

4.3. Efecto Sobre el Tipo de Cambio.

Para el caso de Guatemala, el tipo de cambio es uno de los precios de la economía que tiene más observancia por parte del Banco Central, según el Fondo Monetario Internacional es una fluctuación administrada, es decir que la intervención en el mercado cambiario por parte del Banco Central, se da únicamente y exclusivamente cuando los niveles de volatilidad del tipo de cambio podría ser perjudiciales a los objetivos que persigue la autoridad monetaria.

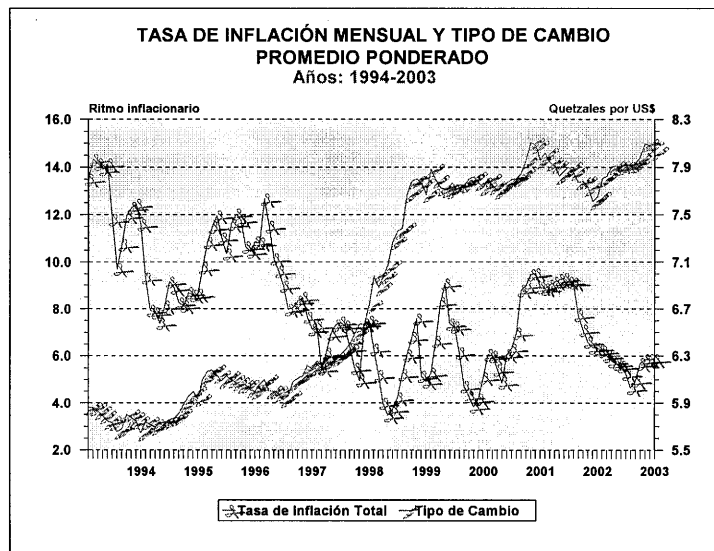
En la práctica el tipo de cambio funciona como ancla nominal en la economía guatemalteca aunque el Banco Central argumenta que la intervención en el mercado de divisas es limitada y marginal. Sin embargo, la evidencia muestra que la volatilidad y variabilidad no generan transmisión hacia los precios como lo harían en un régimen de flexibilidad.

Como se observa, el comportamiento del tipo de cambio (Gráfica 12) ha tenido una mayor volatilidad en los últimos años, en la actualidad es determinado por la oferta y demanda en el mercado cambiario. Sin embargo, el tipo de cambio en los últimos años ha tenido una tendencia hacia la apreciación debido al flujo de divisas que han entrado a la economía producto de las remesas familiares, y por el ingreso de divisas por actividades ilícitas. Contrario a lo esperado cuando ocurren cambios en la inflación, el tipo de cambio nominal se aprecia.

Esta evidencia está asociada con el hecho que en Guatemala el tipo de cambio se ha apreciado en más de una oportunidad debido a excesos de capital especulativo ingresando al sistema financiero los cuales aprecian el tipo de cambio y no tienen que ver con tasas de inflación relativamente altas. Elevadas tasas de interés hacen atractivo el mercado para inversionistas foráneos apreciando el tipo de cambio.

Por lo tanto, el tipo de cambio no se ve influenciado en los últimos años por el nivel de inflación, aunque el tipo de cambio representa un elemento dentro de la formación de los precios internos.

Gráfica No. 12



Como se puede visualizar (Cuadro 8), de acuerdo a las medidas de dispersión el tipo de cambio promedio ha mantenido una depreciación continua a lo largo del periodo analizado, la media y la desviación se ha ido incrementando en el último periodo, esto es razonable por la liberalización del mismo, asimismo como a otros factores como el

nivel de liquidez en la economía y expectativas futuras de los agentes económicos con respecto a la moneda.

Sin embargo, al inicio del proceso de liberalización, el tipo de cambio representó un componente importante dentro de la formación de los precios, es decir que éste transmitió la inflación importada al nivel de precios internos. Posteriormente, con la liberalización y modernización del mercado financiero, el mercado cambiario se fortaleció y esto permitió que el tipo de cambio se viera influenciado más por los niveles de liquidez y flujos de divisas que por el nivel de precios.

Por consiguiente, la relación entre el nivel de precios y el tipo de cambio es significativa, pero no en forma directa. Por lo tanto, el comportamiento del tipo de cambio no depende del nivel de precios internos en forma directa.

CUADRO 8
MEDIDAS DE DISPERSIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL
Y TIPO DE CAMBIO PROMEDIO PONDERADO

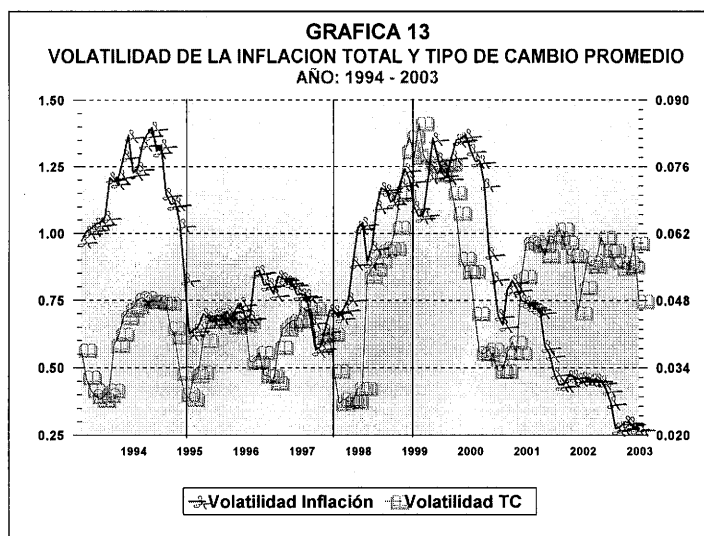
VARIABLE	1984-1990		1991-1993		1994-2003	
	Media	Desviación	Media	Desviación	Media	Desviación
Inflación Total	18.7	14.4	20.3	15.3	8.0	2.6
Tipo de Cambio Promedio Pond.* /	2.8	1.0	5.2	0.3	6.9	0.9

Fuente: Banco de Guatemala

* / Promedio ponderado del mercado institucional de divisas.

Conforme, a la volatilidad de la inflación y tipo de cambio (Gráfica 13), se puede argumentar que han mantenido al inicio del período un comportamiento similar hasta el año 2001. Sin embargo, a partir de esta fecha, se observa que la volatilidad del tipo de cambio mantiene un comportamiento hacia el alza, esto producto de los niveles de liquidez en el mercado cambiario, además el comportamiento en las tasas de interés que hacen atractivo el mercado para inversionistas foráneos apreciando el tipo de cambio.

Así también, la volatilidad del tipo de cambio, es afectada altamente por el comportamiento en los movimientos de los ingresos de las remesas familiares, que pasaron de US\$592.3 millones en 2001 a US\$2,106.5 millones en 2003.



Esto evidencia que en Guatemala el tipo de cambio se ha apreciado en más de una oportunidad debido a excesos de capital especulativo ingresados al sistema financiero, los cuales aprecian el tipo de cambio y no tienen que ver con tasas de inflación relativamente altas. En conclusión, el tipo de cambio es explicado por factores financieros y coyunturales más que por la evolución en el nivel de precios interno. Empero, es un precio relevante en la economía guatemalteca sujeto al monitoreo del Banco Central.

4.4. Efecto Sobre la Oferta Monetaria.

En el caso de la oferta monetaria, el Banco Central ejerce control sobre ella a través de la política monetaria. Cabe mencionar, que la variable de control a disposición del Banco Central es la emisión monetaria. Sin embargo, los cambios en las condiciones del mercado de dinero, liquidez y demanda agregada deben evaluarse a través de agregados de dinero más amplios. Por último, el agregado monetario M2, es una variable que refleja las condiciones de liquidez existentes en el mercado de dinero.

Además, cumple con los requerimientos de magnitud que demandan variables de escala como el índice de actividad económica y de costos como la tasa de interés activa y la inflación general.

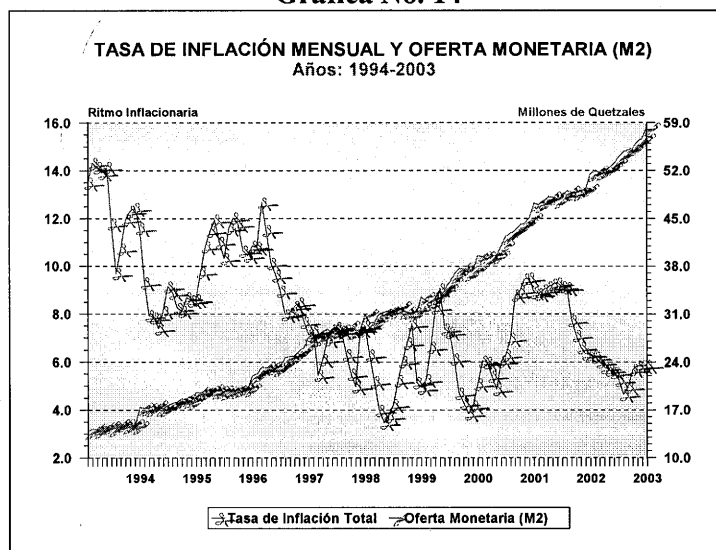
Sin embargo, la posibilidad de controlar la oferta monetaria se ve afectada por una importante proporción de factores que inciden en la monetización de la economía

de origen exógeno, tales como los derivados de la evolución de la balanza de pagos, el crédito al sector público y los otros activos no clasificados, y que en alguna medida son ajenos al control de la autoridades monetarias.

Como se observa (Gráfica 14), la oferta monetaria mantiene una tasa de crecimiento constante a lo largo del período analizado, al contrario del comportamiento de la tasa de inflación, esto se debe a que la relación entre la tasa de crecimiento de la oferta monetaria y la tasa de crecimiento de la actividad económica mantienen una alta correlación, más que de la tasa de crecimiento de la inflación.

Empero, el crecimiento de la oferta monetaria en años anteriores afectó el nivel de precios, esto como consecuencia del financiamiento al gobierno central que se dio a través de la emisión de dinero primario por parte del Banco Central.

Gráfica No. 14



En el cuadro 9, las medidas de dispersión de la oferta monetaria y emisión monetaria muestran un comportamiento hacia el alza. Esto se debe, en primer lugar, a la tasa de crecimiento de la actividad económica, en segundo término a los constantes flujos de divisas que ha entrado a la economía guatemalteca en los últimos años por la vía de monetización externa y finalmente a los costos operativos del Banco Central que en los últimos años se han incrementado por los adelantos de préstamos de emergencia dados a los bancos del sistema en problemas de liquidez y solvencia. Esto indica, que aunque los niveles de inflación fueron bajos en esos períodos, los otros factores que

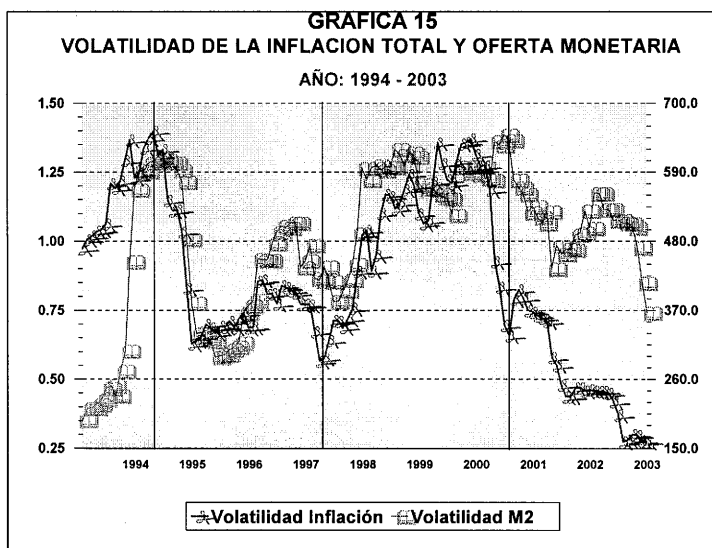
influyeron sobre la oferta monetaria indujeron niveles de crecimiento superiores en M2. En consecuencia, la oferta monetaria podría representar una presión en el nivel de precios, si su tasa de crecimiento mantiene esa tendencia hacia el alza, debido a que niveles más altos de liquidez afectarían los demás precios dentro de la economía.

CUADRO 9
MEDIDAS DE DISPERSIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL, LA OFERTA MONETARIA
Y EMISIÓN MONETARIA

VARIABLE	1984-1990		1991-1993		1994-2003	
	Media	Desviación	Media	Desviación	Media	Desviación
Inflación Total	18.7	14.4	20.3	15.3	8.0	2.6
Oferta Monetaria -M2- */	4,768.5	1,624.4	10,073.9	1,932.6	31,805.7	12,780.6
Emisión Monetaria */	1,121.9	528.2	2,247.4	415.3	6,237.6	2,239.4

Fuente: Banco de Guatemala
*/ Cifras en millones de Quetzales

Finalmente, la volatilidad de M2 muestra (Gráfica 15) un comportamiento parecido a la volatilidad de la inflación al principio del período analizado. Pero, a partir del año 2001 muestran una mayor volatilidad la oferta monetaria que la de tasa de inflación. El esfuerzo por parte de la autoridad monetaria para reducir el nivel de inflación, a partir del año 2001, no tuvo efecto sobre la oferta monetaria, que si bien es cierto la volatilidad de M2 muestra una baja, no fue como la volatilidad de la inflación, esto indica que aunque el Banco Central tenga control sobre la oferta monetaria, existen factores que influyen sobre ésta, que están lejos del control de la autoridad monetaria.



Apéndice

Determinación de la Volatilidad de las Variables

Determinación del Componente Tendencial: Para la determinación del componente tendencial se utilizó el *Filtro de Hodrick-Prescott (HP)*⁶ que es un método estadístico de suavizamiento de series univariadas que presentan un comportamiento no lineal, este método es utilizado para estimar el componente de largo plazo o tendencia, de una serie.

Una serie puede ser representada de la siguiente forma: $Y_t = G_t C_t$, donde G_t : Tendencia y C_t : Componente estacionario.

$$\{G_t\} \quad \underset{t=1}{\overset{T}{\sum}} (Y_t - G_t)^2 + \lambda \underset{t=1}{\overset{T}{\sum}} [(G_t - G_{t-1}) - (G_{t-1} - G_{t-2})]^2$$

Tendencia de Largo Plazo

Donde λ es el parámetro positivo, el cual penaliza la variabilidad en el componente tendencial de la serie, entre mayor es el valor de λ , menos variabilidad existe en G_t y la expresión anterior tiende hacia la minimización del primer término, lo cual es equivalente a un análisis de regresión lineal, esto implica que la tendencia G_t será lineal. Por lo tanto, existen criterios convencionales o criterios con respecto al valor de λ a utilizar para datos:

Anuales	$\lambda = 1^2 * 100 = 100$
Trimestrales	$\lambda = 4^2 * 100 = 1,600$
Mensuales	$\lambda = 12^2 * 100 = 14,400$
Semanales	$\lambda = 52^2 * 100 = 270,400$

Determinación del Componente Cíclico

Para la determinación del componente cíclico se utilizó la diferencia entre la serie original y el *Filtro de Hodrick-Prescott -HP-* (componente tendencial).

Lambdas de las series mensuales analizadas

Inflación Total: Mensuales:	$\lambda = 5$
Inflación Subyacente:	$\lambda = 1$
Índice Mensual de Actividad Económica	$\lambda = 20$
Tasa de Interés Activa:	$\lambda = 20$
Tasa de Interés Pasiva:	$\lambda = 20$
Tipo de Cambio:	$\lambda = 20$
Oferta Monetaria:	$\lambda = 20$
Emisión Monetaria:	$\lambda = 5$

Después de obtener el componente cíclico se procedió a determinar la desviación estándar móvil, es decir una desviación continua del comportamiento de las variables, la cual dio como resultado la volatilidad de las series a lo largo del período analizado.

⁶ Enders Walter, *Applied Econometric Time Series, Wiley Series in Probability and Mathematical statistics, Jhon Wiley & Sons. Inc. 1st Edition. 1995. Pag 210.*

El valor de λ es determinado por el investigador en función de la serie que este trabajando.

CAPITULO V

EXPERIENCIA ACERCA DE LOS OBJETIVOS INFLACIONARIOS COMO INSTRUMENTACION DE LA POLITICA MONETARIA EN DISTINTOS PAISES

La experiencia internacional con metas inflacionarias ha sido diversa en cuanto a su definición y desempeño. En algunos casos, las metas inflacionarias han sido establecidas como parte de una modificación constitucional en la que se le ha otorgado autonomía al Banco Central, entidad responsable de alcanzar dichas metas. En otros casos, la meta inflacionaria ha sido definida por el gobierno sin ningún compromiso específico por parte del banco central. Las metas han sido expresadas tanto como un número fijo o como un rango o banda de niveles mínimos y máximos de inflación para uno o más años. La evidencia empírica indica que la utilización de metas inflacionarias ha favorecido una rápida desaceleración del crecimiento de los precios, a la vez que le han permitido a las autoridades contar con más grados de libertad para realizar las políticas que se juzguen más idóneas para alcanzar las metas referidas.¹

La adopción de objetivos de inflación explícitos ha sido una práctica seguida recientemente por algunos países (Canadá, Finlandia, Nueva Zelanda, Australia, Inglaterra, España y Suecia). Por otra parte, otro grupo de países (Alemania, Estados Unidos, Israel e Italia) han optado por establecer metas inflacionarias implícitas, en las que las autoridades no realizan un anuncio formal de éstas. Resulta interesante señalar que los países que han adoptado metas inflacionarias explícitas se encuentran bajo un régimen de tipo de cambio flexible o bien bajo un régimen en el que la flotación se encuentra de alguna manera limitada por una banda relativamente amplia. Este hecho refleja la necesidad de los bancos centrales de estos países de recurrir a las metas de inflación como herramienta que limite las expectativas inflacionarias del público, en un

entorno en el que la volatilidad del tipo de cambio puede tener un efecto perverso sobre la tasa de inflación.

Cabe señalar que, en términos generales, la experiencia internacional con metas de inflación ha sido satisfactoria al propiciar una disminución en el ritmo de crecimiento de los precios. Específicamente, las metas inflacionarias han resultado útiles al proporcionar un ancla a las expectativas inflacionarias del público, en momentos en los que el tipo de cambio ha dejado de desempeñar la función de ancla nominal y la política monetaria se convierte en el único elemento capaz de estabilizar los mercados financieros. Aunque en sus inicios se argumentaba que en algunos de los países que adoptaron metas de inflación, el éxito observado pudo ser resultado de una situación recesiva de la economía o de la introducción de medidas estructurales importantes, la experiencia posterior de estos países, en situaciones de claro crecimiento económico, demuestra lo contrario.

Nueva Zelanda y Canadá adoptaron metas de inflación con la intención de disminuir las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y por ende los niveles de inflación. Las metas se establecieron en niveles debajo de las tasas de inflación prevalecientes, con el objeto de enviar una señal clara de las intenciones de las autoridades.

Finlandia Suecia e Inglaterra adoptaron metas de inflación poco tiempo después de sufrir un choque inflacionario importante producto de la dramática depreciación de su moneda. Para estos tres países, la tasa de inflación prevaleciente al momento del anuncio de las metas se encontraba dentro del intervalo señalado como meta. El Objetivo de anunciar metas de inflación era continuar, aún bajo la ocurrencia de un choque inflacionario no anticipado, observando inflaciones históricamente bajas. Estos países adoptaron metas de inflación ante la imposibilidad de mantener al tipo de cambio como ancla nominal.

Canadá, por su parte, estableció metas inflacionarias como respuesta al insatisfactorio resultado obtenido con la utilización de agregados monetarios como objetivo intermedio de la política monetaria. Por su parte, España adoptó metas de inflación explícitas en 1994 aun sin abandonar el Mecanismo de Paridades Cambiarias Europeo. Bajo el esquema de metas de inflación, este país utiliza al tipo de cambio como herramienta que le permita alcanzar su objetivo inflacionario.

Las metas explícitas son aquellas en donde las autoridades realizan un anuncio formal de la meta inflacionaria, a la vez que se compromete a hacer todo lo posible para

la consecución de la meta referida. Por su parte, las metas inflacionarias implícitas no contemplan el anuncio formal por parte de las autoridades, ni tampoco el compromiso de alcanzar la meta.

A continuación se ilustra la experiencia de algunos países que han utilizado las metas inflacionarias.²

5. 1. Experiencia en Nueva Zelanda

Nueva Zelanda fue el primer país en adoptar una meta inflacionaria, lo que hizo aunando a una reforma institucional contenida en el "Reserve Bank Act de 1989". En esta regulación, la cual otorgó independencia al Banco Central y además determinó que el único objetivo de la política monetaria sería asegurar la estabilidad de precios, se obligó al gobernador del Banco central y al Ministro de Finanzas a acordar metas económicas (Policy Target Agreements, PTA) para la instrumentación de la política monetaria. Estas metas económicas se han anunciado como metas inflacionarias, aunque la regulación permite definir las como cualquier otra meta monetaria cuyo objetivo final sea la estabilidad de precios.

5. 1. 1. Situación Previa

La definición de metas inflacionarias oficiales en 1991 fue parte de un proceso de reforma estructural que comenzó en 1984 con un nuevo gobierno. Hasta ese año Nueva Zelanda era una economía con un alto nivel de protección, mantenía controles de precios y salarios, y sus mercados financieros estaban muy regulados. Sus resultados económicos indicaban tasas de crecimiento menores a las de los otros países miembros de la OECD, déficits fiscales y de balanza de pagos persistentes, aumento en el desempleo e inflaciones altas y variables.

El proceso de reforma estructural tomó varios años. A partir de 1984 comenzó la eliminación gradual de los esquemas de subsidios a la agricultura y las exportaciones; se procedió a la apertura comercial con Australia; y se reformó el sistema impositivo. En cuanto a la política cambiaria, se pasó de un sistema de desliz constante a un sistema de libre flotación. Asimismo, se inició un proceso de desregulación financiera.

Como resultado de este proceso de reforma, para 1984 y 1985 el tipo de cambio flotó libremente, el cual al registrar una depreciación incrementó la inflación anual a un nivel de aproximadamente 15%. Dada la inestabilidad existente en la relación entre los agregados monetarios tradicionales y los precios, el Banco Central optó no fijar metas sobre agregados monetarios. El Banco siguió un enfoque más pragmático, en el cual para la ejecución de la política monetaria se consideraba el desempeño de varios indicadores (tipo de cambio, nivel y estructura de tasas de interés, agregados monetarios, expectativas de inflación, etc.) sin concentrarse en ninguno en particular.

Para diciembre de 1986 la inflación anual llegó a un nivel superior a 18%, el banco dispuso seguir políticas conservadoras que aunadas al contexto de apertura comercial y desregulación del sistema financiero lograron que a principios de 1989 la inflación bajara a un nivel de aproximadamente 4% (las tasas de interés real aumentaron y el tipo de cambio real se apreció). Asimismo, como resultado de dichas políticas, se experimentó una continua desaceleración de la actividad económica. Para finales de 1989, la inflación registró un repunte y llegó un nivel de aproximadamente 7%.

5. 1. 2. Establecimiento de la Meta

En el contexto de esta serie de reformas, a principios de 1990 se estableció el primer "Policy Target Agreements" (PTA) que definía a las metas como objetivos de inflación anual de 0 a 2 por ciento para diciembre de 1992. En abril de 1990 se determinaron metas intermedias de 3 a 5 por ciento para diciembre de 1990 y de 1.5 a 3.5 para diciembre de 1991. En diciembre de 1990, el plazo para esta última meta se extendió, hasta diciembre de 1992. El segundo PTA se anunció en febrero de 1991 y definió nuevas metas de 2.5 a 4.5 por ciento para diciembre de 1991 y de 1.5 a 3.5 por ciento para diciembre de 1992. En el tercer PTA anunciado en diciembre de 1992 se cambió la definición de 1992 se cambió la definición de la estabilidad de precios a una media móvil de 12 meses del índice de precios al consumidor entre 0 y 2 por ciento.

La meta inflacionaria se definió en relación con el índice de precios al consumidor y la estabilidad de precios como un crecimiento anual de entre 0 y 2 por ciento de dicho índice. Además, se determinó una banda de +/- 1 punto porcentual alrededor de la meta, tratando de reconocer que en términos prácticos resulta imposible modular cambios de política para lograr un nivel de inflación exacto, de manera que los puntos medios son el objetivo, no la banda.

Además se asignó al Gobernador del Banco Central como el responsable del desempeño de la política monetaria. Dicho desempeño es juzgado con base en las desviaciones de las metas específicas en los Policy Target Agreements³. Por su parte, cabe señalar que la normatividad le otorga plena libertad al Gobernador del Banco para elegir los medios necesarios para alcanzar las metas señaladas.

Con el esquema de metas inflacionarias, la política monetaria se ejecuta de acuerdo con la situación de la inflación observada con respecto a la meta. Así por ejemplo, en septiembre de 1991 el Banco Central de Nueva Zelanda tomó medidas para relajar condiciones monetarias y prevenir que la inflación terminara por debajo de la meta⁴. Cabe mencionar que ante perturbaciones exógenas transitorias, el Banco permite desviaciones en las tasas mensuales de inflación, a las cuales no reacciona modificando su política⁵. Para ello se basa en un índice de precios al consumidor que excluye cambios en el IVA, precios de energía, precios de vivienda y costos hipotecarios. Asimismo, el Banco reconoce que la política monetaria tiene rezagos de 2 a 8 trimestres en su impacto sobre la inflación. El rezago de la política monetaria sobre la inflación ha propiciado que la política monetaria reaccione más a las presiones inflacionarias esperadas que a los movimientos observados de los precios.

Con esto último, se ha juzgado que para determinar la política monetaria adecuada se requiere de información confiable sobre los pronósticos de inflación. Por esta razón, el Banco Central produce trimestralmente un pronóstico de la inflación oportuna, los cuales genera con base en un sistema estructural de ecuaciones econométricas y con otras herramientas como análisis de indicadores adelantados o modelos de vectores autorregresivos, que pueden sugerir cambios en la tendencia de los precios.

En este contexto el tipo de cambio es considerado una variable clave en la operación de la política monetaria, debido a que tiene una fuerte e inmediata influencia sobre el nivel de precios. Aunque el nivel del tipo de cambio no representa una meta en sí misma, la autoridad monetaria mantiene implícitamente una banda (llamada zona de confort) alrededor de éste. Esta zona de confort no es anunciada y es modificada cada nueva estimación de la inflación esperada. Sin embargo, si el tipo de cambio se aleja de esta zona, el Banco Central invariablemente interviene con anuncios sobre su política (Policy statements) y a través de operaciones de mercado abierto, para afectar el nivel y la estructura de las tasas de interés de corto plazo.

5. 1. 3. Evolución Posterior

A partir de la firma del primer Policy Target Agreements PTA en marzo de 1990 la inflación en Nueva Zelanda ha bajado (medida tanto por IPC como por la inflación Subyacente) hasta situarse dentro del rango objetivo en septiembre de 1991. Desde ese año y hasta finales de 1994, aunque la inflación registró oscilaciones, nunca abandonó su banda. Durante 1995, mientras la inflación medida por el IPC superó el nivel máximo de la banda objetivo situándose en un nivel de 4% a mediados de 1995 para luego retomar una tendencia decreciente, la inflación subyacente ha oscilado alrededor del límite superior.

La trayectoria de las tasas de interés se modificó en forma drástica con la introducción del primer PTA. Desde principios de 1991 hasta finales de 1993, tanto las tasas de interés a corto plazo como las de largo plazo se redujeron desde el 12 hasta el 5%; la pendiente de la curva de rendimiento permite deducir que el éxito en la reducción de la inflación se confirma con el abatimiento de las expectativas inflacionarias.

A partir de 1994 las tasas de interés de corto y largo plazo comenzaron a repuntar, en julio de ese año alcanzaron un nivel de aproximadamente 9% alrededor del cual han oscilado. No obstante, el descenso en las tasas de interés nominales combinado con las menores inflaciones mantuvo las tasas de interés reales en niveles elevados. Con base en estos resultados se concluye que el esquema de metas de inflación ha sido satisfactorio. Sin embargo, es necesario tener en cuenta que la instrumentación de la estrategia de metas inflacionarias estuvo aunada a una serie de reformas, a un proceso de liberalización y modernización, y en sus inicios, a la caída en el ritmo de la actividad económica. Por lo tanto no es posible asignar a la estrategia de metas de inflación todo el éxito obtenido

5. 2. Experiencia en Canadá

A partir de 1991 Canadá optó por definir metas inflacionarias explícitas. El 26 de febrero de 1991 se anunciaron las primeras de ellas, de manera coordinada entre el gobierno y el Banco central: el primero anuncio las metas inflacionarias mientras que el

segundo emitió un comunicado de prensa definiendo los detalles de su operación bajo el nuevo esquema.

5. 2. 1. Situación Previa

El Banco de Canadá ha manifestado como su objetivo de largo plazo, la procuración de la estabilidad de precios. Para lograr dicho objetivo, de 1975 a 1982 mantuvo una meta nominal intermedia de corto y mediano plazo basada en el agregado monetario M1 (Billetes y monedas + depósitos a la vista). Sin embargo, debido a problemas de inestabilidad entre M1 y variables finales como la inflación y el gasto nominal, en 1982 decidió abandonar este tipo de esquema.

A partir del abandono de M1 como meta para la política monetaria, el Banco de Canadá se embarcó en una búsqueda infructuosa por un ancla alternativa. Al no encontrar ningún agregado que fuera suficientemente estable para utilizarlo como meta, el Banco Central optó por utilizar una combinación de agregados monetarios y crediticios, pero sólo en su papel de variables de información. Así, de 1982 a 1991 la política monetaria de Canadá se ejecutó con base en la estabilidad de precios como su objetivo de largo plazo, pero sin metas intermedias o algún horizonte específico para lograr dicho objetivo.

En 1988 se inició un período de desaceleración paulatina de la actividad económica, misma que llevó a una recesión a finales de 1990. En ese mismo año, el déficit público como proporción del PIB llegó a 6.3 %, lo que contribuyó, en gran medida, a elevar las tasas reales de interés, recrudesciendo así la recesión y el desempleo. Por su parte la inflación, que hasta 1988 había fluctuado alrededor de 4%, para el mes enero de 1991 alcanzó un nivel de 6.9% con respecto al año anterior. De manera que esta combinación de recesión, elevada inflación y déficit fiscal hacía muy difícil la caída de las expectativas inflacionarias para los años subsecuentes.

5. 2. 2. Establecimiento de la Meta

En un intento de hacerle frente tanto a la recesión económica como a la indisciplina fiscal, el 26 de febrero de 1991 el Gobernador del Banco de Canadá junto con el Ministro de Hacienda anunciaron un compromiso para procurar la estabilidad de precios. Dicho compromiso fue formalizado con el planteamiento de objetivos

específicos de inflación, expresados en términos de incrementos anuales del índice de precios al consumidor (IPC). Los objetivos a los que se comprometieron las autoridades fueron los siguientes: 3% para el final de 1992, 2.5% para mediados de 1994 y 2% para finales de 1995, con una banda de +/- punto porcentual. Las metas de inflación representaron la primera declaración pública de un horizonte de mediano y largo plazo que procurara la estabilidad de precios con lineamientos específicos para la conducción de la política monetaria.

En adición al establecimiento de metas inflacionarias, se instrumentaron medidas económicas con la finalidad de dirigir a la economía canadiense hacia un ambiente que favoreciera el cumplimiento de las metas de inflación. Entre otras medidas destacan:

- Orientación de la política monetaria hacia el descenso de las tasas de interés, con la salvaguarda de que el Banco de Canadá puede modificar dicha trayectoria descendente, con el fin de contrarrestar presiones en el mercado cambiario.
- Plan fiscal, con la pretensión de situar el déficit fiscal en 1% como proporción del producto para 1995.
- Reforma de la regulación bancaria, suprimiendo las barreras que aún existían entre banca, seguros, cooperativas y sociedades de crédito y abriendo la posibilidad de integración de los distintos tipos de entidades.
- Eliminación gradual del encaje legal, hasta alcanzar cero en un plazo de dos años.

En la determinación de las metas de inflación se consideró importante enfatizar la necesidad de que éstas fueran creíbles. Por esta razón, las metas se anunciaron conjuntamente con el gobierno, para dar así señal del compromiso de todas las autoridades relevantes con las metas de inflación.

Adicionalmente, se consideró que al proveer de información al mercado sobre los objetivos específicos del Banco Central, las metas ayudarían a hacer que el público comprendiera mejor sus acciones y tuvieran más elementos para juzgar su desempeño. Asimismo, para que el público fuera adquiriendo credibilidad en el esquema, se consideró esencial que la meta para la primera evaluación, que se fijó para finales de 1992 (22 meses después del anuncio), se alcanzara con éxito.

Con el establecimiento de las metas inflacionarias, el gobierno y el Banco de Canadá se propusieron cubrir tanto objetivos de corto como de largo plazo. Para el largo plazo se buscó lograr la estabilidad de precios, mientras que para el corto plazo se buscó ayudar a amortiguar perturbaciones exógenas, por ejemplo: un choque petrolero, una reforma impositiva,⁶ etc., de manera que los individuos pudieran ver más allá de estos eventos temporales e incorporaran la trayectoria de disminución de la inflación en sus procesos de decisión.

El índice de precios elegido para medir el objetivo de inflación es el índice de precios al consumidor (IPC), por ser éste el más conocido y utilizado por los agentes económicos. En adición, el Banco de Canadá, en la práctica operativa, se guía por un índice de inflación subyacente (IPC) que excluye del cálculo del IPC los conceptos de alimentos energía e impuestos indirectos. Es importante mencionar que ambos índices suelen compartir la tendencia, por lo que el seguimiento del segundo permite alcanzar los objetivos para el primero. No obstante, en caso de presentarse una divergencia entre los índices señalados, el IPC mantiene la función de definir la orientación global de la política monetaria en el mediano plazo.

En cuanto a la política monetaria, el Banco de Canadá ha indicado claramente que para lograr las metas de inflación establecidas, éste ejerce acción inmediata cuando detecta que la inflación mantiene una tendencia a salirse de la banda. Por tanto, cuando la inflación subyacente ha estado por arriba de la meta, el Banco ha restringido su política monetaria, mientras que en el caso contrario el Banco Central la ha relajado. Por otro lado, si se juzga que la desviación de la inflación es temporal, el banco se ha abstenido de modificar su política monetaria.

Además de la inflación subyacente, El banco de Canadá vigila y utiliza diversos indicadores para evaluar la situación económica y detectar la existencia de presiones inflacionarias. Entre estos indicadores destacan: la expansión de los agregados monetarios amplios, el comportamiento del crédito al sector privado, el crecimiento del gasto nominal y el índice de condiciones monetarias (ICM)⁷. También se elaboran periódicamente proyecciones de inflación par el mediano plazo (6-7 años), corto plazo (7-8 trimestres) y muy corto (2-3 trimestres).

Por otro lado, el Banco de Canadá se compromete a no modificar su objetivo inflacionario a menos que se presenten circunstancias muy especiales, como pueden ser: un aumento de gran magnitud en los precios del petróleo o un desastre natural. Asimismo, el Banco estableció con anticipación (a priori) los casos en los que algún

tipo de perturbación pudiera generar desviaciones con respecto a los objetivos de inflación. Entre dichas perturbaciones destaca el impacto que sobre la tasa de inflación tiene un aumento en los impuestos indirectos que no hubiese estado previsto al momento de establecerse los objetivos de inflación. Dichas desviaciones pueden tener efectos sobre la inflación a corto plazo, sin menoscabo de continuar con las metas inflacionarias establecidas. Es por ello que las perturbaciones de menor magnitud se asimilan dentro de una banda de desviación permisible para la inflación de +/- 1 punto porcentual.

5. 2. 3. Evolución Posterior

Las primeras metas inflacionarias anunciadas fueron recibidas con escepticismo, ya que se cuestionaba que la meta de 3% para el final de 1992 fuera alcanzada. Cuando al final de 1992 la meta se cumplió, siendo la inflación 2.1%, sólo un poco arriba del borde inferior de la banda de la meta, las expectativas de inflación disminuyeron. Desde entonces y hasta principios de 1995 la inflación medida a través del índice de precios al consumidor ha permanecido por abajo del borde inferior de la banda, aunque el Banco de Canadá argumenta que la inflación medida por la variante del índice de precios, sobre la cual operativamente basa sus decisiones, se ha mantenido en el borde inferior de la banda. A partir de 1995 la inflación ha oscilado dentro de la banda.

El efecto de la estrategia sobre las expectativas inflacionarias fue favorable a juzgar por la disminución de las tasas de interés de corto y largo plazo. Desde el inicio de la estrategia las tasas de interés de corto plazo tuvieron un decremento considerable de aproximadamente 4 puntos porcentuales hasta mediados de 1992. Las tasas de interés de largo plazo tuvieron descensos significativamente menores de aproximadamente 2 puntos porcentuales. Pese a dicha disminución, las tasas de interés reales permanecieron en niveles altos, a pesar de la disminución de la inflación. A partir de 1993 las tasas de interés de corto y largo plazo han oscilado en los rangos de 4 a 8 y 8 a 10 por ciento, respectivamente.

5. 3. Experiencia en Inglaterra

Inglaterra adoptó metas inflacionarias explícitas a partir de octubre de 1992. La meta fue anunciada por el gobierno a raíz de que la libra esterlina abandonó el Sistema Monetario Europeo y pasó aun régimen de flotación.

5. 3. 1. Situación Previa

A partir de 1976 el Banco de Inglaterra anunció formalmente objetivos para el crecimiento del agregado monetario M3. La experiencia al inicio fue satisfactoria, pero en 1979, después de la liberalización financiera, comenzó a diluirse la relación estrecha entre M3 y la inflación. Finalmente, en 1986 las metas monetarias se abandonaron y el tipo de cambio comenzó como ancla nominal. De 1986 a principios de 1988, la inflación medida por el IPC se mantuvo en un rango de entre 2 y 5 por ciento.

En 1988 la economía británica entró en un ciclo de actividad económica descendente que se transformó en recesión a partir del cuatro semestre de 1990 (coincidiendo con su incorporación al SME). Durante este mismo período, tanto la inflación como las tasas de interés de corto y largo plazo aumentaron progresivamente, llegando a un nivel máximo en octubre de 1990 de 10.9% la primera y de aproximadamente 15 y 12 por ciento, respectivamente las segundas. A partir de ese mes, con la incorporación al SME y la adhesión de la Libra Esterlina al Mecanismo Cambiario Europeo (ERM por sus siglas en inglés), la inflación comenzó a disminuir, ya que por una lado la disciplina sobre el tipo de cambio dada por el ERM funcionó satisfactoriamente como instrumento para atar las expectativas inflacionarias y por otro lado la demanda agregada se vio disminuida por efecto de la recesión. Así, para octubre de 1991 la inflación había bajado a un nivel de 3.7%.

Aunque las tasas de interés también bajaron situándose entre 9 y 10 por ciento, los mercados percibieron que dichos niveles de tasas de interés, necesarios para mantener la paridad ante la política monetaria restrictiva de Alemania, eran incongruentes con la situación recesiva, lo que dio lugar a presiones sobre el mercado cambiario que para septiembre de 1992 se materializaron en un ataque especulativo que obligó a Inglaterra a abandonar el ERM. Como resultado de la pérdida del ancla nominal del tipo de cambio fue necesario diseñar un esquema de política que lograra

mantener la inflación bajo control y aumentarán la credibilidad del compromiso de largo plazo de las autoridades con la estabilidad de precios.

5.3.2 Establecimiento de la Meta

Un mes después del abandono del ERM, el gobierno anunció la meta explícita de inflación para la determinación de la política monetaria. Las fechas para cumplir el objetivo no quedaron claramente determinadas: se anunció que la meta era mantener la inflación anual en un rango de 1 a 4 por ciento en el corto plazo, en un rango de 1 a 2.5 por ciento en el mediano plazo y lograr una inflación en el largo plazo menor al 2 por ciento.

Dado que en Inglaterra no existe independencia formal del Banco central, la decisión de metas inflacionarias vino directamente del Ministro del Tesoro, (Chancellor of the Exchequer). La meta se definió en términos de un rango para la inflación anual medida por el índice de precios al menudeo que excluye costos hipotecarios (RPIX), debido a que dichos pagos se encuentran influenciados por los cambios en las tasas de interés oficiales (que son el instrumento de política).

En Inglaterra, al igual que en Nueva Zelanda, las autoridades han determinado que la política monetaria debe actuar con visión hacia el futuro y reaccionar más presiones inflacionarias esperadas que a la inflación prevaiente. El Banco de Inglaterra sigue operativamente la inflación subyacente, para lo cual utiliza un índice de precios al menudeo que excluye tanto el pago de intereses por hipoteca como el pago de impuestos indirectos (RIPY). Así, las autoridades han determinado que la guía más adecuada para determinar la política monetaria es el pronóstico más preciso que se pueda obtener de la distribución de probabilidad de la inflación en un horizonte, definido por el tiempo en que dicha política tarda en afectar al nivel de precios⁸.

El Banco de Inglaterra analiza constantemente las variables que contienen información sobre las tendencias inflacionarias. Se le da seguimiento a variables explícitas, tales como encuestas sobre expectativas de inflación y el empleo, así como a los agregados monetarios y al tipo de cambio. Esta evaluación se ha materializado en un reporte trimestral llamado "Inflation Report". En sus inicios el reporte fue un documento interno, pero posteriormente es de conocimiento del público. El documento presenta el pronóstico oficial del Banco Central de la inflación para los siguientes años. El horizonte del pronóstico se definió de esa manera por considerarse que es en ese

lapso en el que la política monetaria tiene su mayor efecto sobre el nivel de precios. Parte importante del reporte es el análisis sobre las posibles desviaciones que pudiera enfrentar el pronóstico, por lo que el documento incluye también los pronósticos de inflación de diversos analistas.

Cabe destacar la orientación didáctica de estos informes, que evidencia el intento de favorecer la comprensión por parte del público de la evolución de las variables económicas. El objetivo de estos informes es hacer accesible a los agentes económicos información que les permita interpretar la función de reacción de las autoridades. La información contribuye, en esta perspectiva, a reducir la incertidumbre en los mercados y a disciplinar a la autoridad monetaria a través de los límites a su capacidad discrecional y el grado de responsabilidad ante la sociedad que le impone el que los agentes conozcan la evolución efectiva de los resultados y las medidas económicas.

5.3.3. Evolución Posterior

En Inglaterra la inflación llegó a su nivel máximo de los últimos 10 años a finales de 1990, con un nivel de aproximadamente 9% anual. Posteriormente, al ejercer el tipo de cambio su papel como ancla nominal y por efecto de la recesión, la inflación disminuyó hasta un nivel de aproximadamente 5 por ciento anual en octubre de 1991, permaneciendo alrededor de este nivel durante 1992. Después de adoptar las metas de inflación, el ritmo de crecimiento de los precios disminuyó. La inflación entró en la parte inferior del rango de 1 a 4 por ciento a principios de 1994, donde se mantuvo hasta diciembre de ese año. A partir de enero de 1995 y hasta la fecha, la inflación ha permanecido oscilando en un nivel alrededor de 3 por ciento. Es importante resaltar que en cuanto a las otras definiciones de inflación, el comportamiento ha sido similar y bajo ninguna definición ésta se ha salido de los límites.

En cuanto a las tasas de interés, inmediatamente después del abandono de la libra del ERM la tasa de interés de corto plazo disminuyó aproximadamente 5 puntos porcentuales. A partir del establecimiento de las metas inflacionarias, las tasas de interés tanto de corto como de largo plazo comienzan una fase descendente que culmina en enero de 1994, cuando alcanzan sus niveles más bajos de 5 y 7 por ciento respectivamente.

El establecimiento de las metas de inflación en Inglaterra ofrece un caso en el cual éstas han sido claramente efectivas, al propiciar menores expectativas

inflacionarias y por consiguiente un menor ritmo de crecimiento de los precios, en claro entorno de crecimiento económico y sin el efecto de medidas estructurales y de política fiscal que pudieran impactar de manera importante la evolución de la inflación.

5. 4. Experiencia en Finlandia

El Banco de Finlandia introdujo una estrategia de metas inflacionarias explícitas en febrero de 1993, en un intento por incrementar la transparencia de su política monetaria, ya que a raíz de que el markka se puso a flotar a finales de 1992 el tipo de cambio dejó de ejercer su función de ancla nominal. En marzo de ese mismo año, con el anuncio de un nuevo programa de reducción del gasto, el gobierno se comprometió con la meta anunciada por el Banco Central.

5. 4. 1. Situación Previa

El período anterior a la introducción de la meta inflacionaria por parte del Banco de Finlandia se caracterizó por mercados financieros inestables y un difícil entorno económico. A mediados de 1989 Finlandia comienza una etapa decreciente del ciclo económico, lo cual entra en una fase recesiva en el segundo semestre de 1990 y perdura hasta mediados de 1993.

La inflación medida por el índice de precios al consumidor alcanzó su nivel más alto de los últimos 10 años (aproximadamente 7.5 por ciento) a principios de 1990, a partir de entonces, por efecto de la contratación de la actividad económica, se observa una reducción continua en el crecimiento de los precios, primordialmente por la caída de los precios de los activos.

En otoño de 1991 se dieron fuertes presiones sobre la markka, y en noviembre de 1991 la moneda se devaluó 12% contra el ECU. Las tasas de interés se mantuvieron en niveles elevados, lo cual repercutió negativamente sobre la economía. La precaria situación económica continuó en 1992. Por efecto de la contracción de la economía y la caída en el precio de los activos, los bancos sufrían pérdidas y requerían apoyo gubernamental. El PIB seguía decreciendo, el déficit gubernamental era cada vez mayor y las salidas de capitales continuaban.

El 8 de septiembre de 1992 Finlandia abandonó el régimen cambiario de bandas y el markka comenzó a flotar. El Banco de Finlandia declaró que el objetivo principal de la política monetaria seguiría siendo la estabilidad de precios, pero no introdujo ningún objetivo intermedio que sustituyera al tipo de cambio como ancla nominal que permitiera atar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. A pesar de que a mediados de octubre se instrumentaron una serie de medidas para disminuir el gasto público, en los meses siguientes el tipo de cambio continuó depreciándose significativamente y las tasas de interés se mantuvieron en niveles elevados, ya que existía mucha incertidumbre sobre la determinación de la política monetaria.

A raíz de la confusión prevaleciente en los mercados financieros, y ante la inminente necesidad de proveer a la economía de un ancla nominal, el 2 de febrero de 1993 el Banco de Finlandia estableció una meta inflacionaria. Con esta medida se busca estabilizar los mercados y propiciar que las tasas de interés disminuyeran rápidamente. Resulta importante enfatizar que Finlandia no sufría de inflaciones altas y crecientes ya que durante 1992 la inflación había permanecido alrededor de 2.5% y, como se mencionó anteriormente, desde principios de 1990 venía decreciendo continuamente. Sin embargo, la incertidumbre existente contribuía a generar expectativas inflacionarias que era necesario controlar.

5. 4. 2. Establecimiento de la Meta

En febrero de 1993 el Banco de Finlandia anunció que su meta inflacionaria consistía en estabilizar la tasa de inflación en forma permanente en un nivel de 2 por ciento anual para 1995. La meta se anunció en forma puntual y no como un rango, debido a que se consideró que esta especificación representaba una mejor guía para la formación de expectativas. En particular se argumentaba que, dadas las expectativas inflacionarias al momento de anunciar la meta, el límite superior de cualquier intervalo sería considerado como la verdadera meta.

A diferencia de otros bancos centrales, el Banco de Finlandia definió su meta directamente en términos de un indicador de la inflación subyacente. Este indicador se calcula eliminando el efecto de los impuestos indirectos, precios de la vivienda, y los pagos de intereses hipotecarios, del índice de precios al consumidor. La decisión de escoger este índice se basó en un intento del Banco Central por asociar más claramente

los movimientos del índice de precios con las acciones de la autoridad monetaria. Este índice se publica mensualmente por el organismo "Statistics of Finland".

5. 4. 3. Evolución Posterior

En un principio, el anuncio de la meta inflacionaria no modificó las expectativas de inflación ni tampoco aumentó la credibilidad, ya que la meta no se percibió como realista entre el público. La caída en la inflación que se observó, era un fenómeno que se venía experimentando a partir de 1990 y se debía a la recesión en que estaba sumergida Finlandia. Sin embargo, a mediados de 1993 la inflación comenzó a descender, situándose por debajo del 0.5% para julio de 1994, ante una situación más favorable de crecimiento económico. Aunque para mediados de 1994 y hasta mediados de 1995 la inflación tuvo un repunte que la situó aproximadamente en 1.8%, a partir de julio de 1995 éste ha permanecido por abajo del 1%.

En cuanto al comportamiento de las tasas de interés de corto plazo, la estrategia logró afectar las expectativas: para enero de 1994 las tasas habían disminuido 4 puntos porcentuales del nivel que tenían en febrero de 1993. Ante el repunte de la inflación durante 1994 y 1995, las tasas de interés oscilaron alrededor del 6%. Finalmente, después de la reducción de la inflación a partir de julio de 1995 las tasas de interés descendieron situándose en un nivel de 4% en julio 1996. A juzgar por la reducción de las tasas de interés y el hecho de que la inflación se ha mantenido por debajo de la meta anunciada en un contexto de crecimiento económico, se puede determinar que la estrategia de metas de inflación ha sido exitosa.

5. 5. Experiencia en Suecia

En 1992, las tensiones cambiarias enfrentadas por la krona forzaron al Riskbank a pasar de un régimen de flotación controlada dentro de una banda cambiaria a uno de libre flotación. Debido a la necesidad de una nueva referencia para la instrumentación de la política monetaria, a principios de 1993 se plantearon objetivos para la tasa de inflación.

5.5.1 Situación Previa

Durante la segunda mitad de los años ochenta la economía sueca mantuvo una tasa de crecimiento anual media de aproximadamente 2%. En el primer trimestre de 1990, la actividad económica entró en una fase descendente que para el primer trimestre de 1991 ya se había transformado en recesión. Por otro lado, la inflación anual, que de un nivel de 8% a principios de 1985 se había ubicado entre 3 y 4 por ciento para mediados de 1987, comenzó un período de incrementos continuos, hasta llegar a su nivel máximo de aproximadamente de 12.5% en febrero de 1991. A partir de entonces y probablemente por los efectos de la recesión, la inflación experimentó una reducción brusca, ubicándose en aproximadamente 2% de enero a noviembre de 1992. Sin embargo, debido a la depreciación de la Krona, a finales de ese mismo año la inflación aumentó a casi 5% anual.

Por más de sesenta años, la krona siguió un régimen de tipo de cambio fijo o semifijo dentro de una banda estrecha, inicialmente con respecto a una canasta compuesta por las monedas de sus quince principales socios comerciales, y después de mayo de 1991 con respecto al ECU. A partir de 1989, la Krona sufrió varios ataques especulativos que el Riksbank enfrentó sin devaluar. La Krona sufrió un ataque más el 19 de noviembre de 1992, el cual finalmente derivó en la flotación de la moneda. Ante esta circunstancia y con la finalidad de poder orientar más cabalmente las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, las autoridades optaron por establecer objetivos para la tasa de inflación.

5.5.2. Establecimiento de la Meta

El 15 de enero de 1993, el Riksbank propuso como objetivo de política monetaria mantener el crecimiento anual del índice a precios al consumidor en 2% anual con un intervalo de tolerancia de +/-1 punto porcentual para 1995 y dos años subsecuentes. En aquel momento se dejaron indeterminados los aspectos estratégicos para la consecución de esta meta, ya que aún estaban presentes los problemas estructurales que habían contribuido a la inestabilidad cambiaria y se consideraba que la evolución del tipo de cambio era un factor preponderante en la determinación de la inflación.

A partir de la flotación de la krona y sin una reputación anti-inflacionaria previa, las autoridades suecas se plantearon como objetivo desarrollar una política monetaria dotada de credibilidad propia que reforzara los aspectos de transparencia y congruencia de las medidas económicas. Para alcanzar estos objetivos, se procedió por una parte a anunciar la nueva estrategia monetaria y adicionalmente, a transmitir con mayor publicidad la relevancia de cuestiones tales como la posición de independencia del Banco Central y la coherencia entre las políticas monetaria y fiscal (dentro de un plan previo de consolidación fiscal).

Así, el cambio de estrategia de la política monetaria y la presentación formal de este cambio no tuvieron la misma relevancia en Suecia que en el resto de los países analizados. De ello se deriva un menor grado de estructuración de la estrategia y, posiblemente, un efecto desfavorable sobre su credibilidad para este país.

El anuncio del seguimiento de metas sobre la inflación y la necesidad de disponer de cierta guía para la toma de decisiones de política monetaria, impulsaron la realización de análisis de mayor profundidad y el seguimiento más puntual y preciso de un conjunto de indicadores, que incluyen variables similares a las utilizadas en los otros países considerados en esta reseña, entre las cuales, reciben atención especial el tipo de cambio y las tasas de interés de largo plazo.

Actualmente, el Riskbank publica tres veces al año un reporte sobre la inflación llamado "Inflation and Inflationary Expectations in Sweden". Sin embargo, el responsable de dicho documento es el departamento de economía del banco central y no el gobernador o la junta de dicha institución; además, no se incluye el pronóstico oficial de la inflación del banco central en forma explícita, tal como sucede en otros países.

La junta de gobierno del Riksbank está formada por ocho miembros, siete de los cuales, incluyendo al presidente de la junta, son elegidos por el parlamento para un término igual al de dicho parlamento (entre tres y cuatro años). A su vez, los siete miembros eligen al gobernador del banco central por un período de cinco años. Lo anterior trae consigo que el gobernador no sea el presidente de la junta y no tenga voto decisivo, por otra parte, este tipo de organización representa un problema, en el sentido de que pueden darse cambios drásticos en la política monetaria al haber cambio de gobierno, lo que se vuelve aún más grave cuando existen diversas opiniones respecto a la política monetaria que debería instrumentarse. Estos factores le han restado credibilidad a la política monetaria.

5. 5. 3. Evolución Posterior

Durante 1993, debido a que la Krona continuó depreciándose, la inflación se mantuvo en niveles cercanos al 5% anual. Asimismo, el producto continuó decreciendo pero a una tasa cada vez menor. Para el tercer trimestre de 1993 la economía sueca comenzó a recuperarse, situación que ha permanecido hasta 1996. A pesar de que en un principio se cuestionó seriamente el éxito de las metas inflacionarias, debido tanto a la falta de coordinación de las políticas del gobierno y del banco central, como a la falta de claridad y definición de las metas, la inflación se ha mantenido dentro del rango establecido desde 1994, y a partir de abril de 1996 ésta ha estado por debajo de dicho rango.

Después del anuncio de la meta, en enero de 1993, las tasas de interés de corto plazo y largo plazo mostraron una tendencia a la baja. Aunque a partir de marzo de 1994 las tasas de interés nominales de largo plazo comenzaron a aumentar, superando a principios de 1995 el nivel que tenían al momento del primer anuncio de objetivos de inflación, las tasas de interés han permanecido estables dada la caída de la inflación en casi 3 puntos porcentuales a principios de 1994. Las tasas de interés nominales de corto plazo han tenido un comportamiento similar, aunque menos pronunciado que las de largo plazo. Si embargo, a partir de 1996 las tasas de interés de corto plazo han disminuido hasta ubicarse en un nivel cercano al 5% en junio de 1996. Esta combinación de menor inflación y menores tasas de interés puede considerarse como evidencia de que la estrategia de metas de inflación para el caso de Suecia también ha resultado satisfactoria.

5. 6. Elementos a Considerar en el Establecimiento de Metas Inflacionarias

La experiencia de los países que han adoptado metas inflacionarias explícitas arroja resultados interesantes que merecen un análisis detallado. Más aún, la experiencia de estos países permite definir algunos elementos que resultan esenciales para la determinación de la meta en sí misma, así como sobre diversos aspectos de su operatividad⁹.

Entre estos elementos destacan los siguientes: a) la posibilidad de que el banco central esté sujeto a modificar la instrumentación de su política monetaria (su función de reacción); b) la coexistencia de la meta inflacionaria con un objetivo cuantitativo de algún agregado monetario; c) autoridad que realiza el anuncio; d) la determinación del índice de precios más apropiado para definir las metas inflacionarias; e) la elección de una meta inflacionaria puntual o de un intervalo; f) la definición del horizonte de tiempo sobre el cual la meta es relevante; g) la necesidad de coordinación de la política del banco central con las acciones de otros grupos o entidades de la economía; h) las consideraciones sobre las revisiones o el abandono de las metas y; i) los requerimientos de información y difusión que acompañan el establecimiento de las metas.

¹ Schwartz Rosenthal Moisés y Mateos Hanel Calixto, "Metas de Inflación como Instrumentos de la Política Monetaria", Revista Monetaria, CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos), Volumen 20, Número 2, abril-junio 1997, México, pp. 145.

² Idem.

³ Existe la creencia que el estatuto liga la permanencia en el cargo y la remuneración del gobernador del Banco Central al logro de las metas definidas en el PTA. En realidad, lo único que fue regulado explícitamente es la facultad del Ministro de Finanzas para negar la renovación del Gobernador en su puesto en caso de que su actuación se juzgue insatisfactoria.

⁴ La instrumentación de la política monetaria se basa en el control cuantitativo de la liquidez diaria. El Banco Central determina un objetivo diario de la liquidez global del sistema, de manera que los bancos necesiten liquidez adicional con regularidad. Esto permite que el banco central recurra a otros instrumentos (subastas de créditos, operaciones de mercado abierto, etc.), para afectar la evolución de las tasas de interés del mercado.

⁵ Las perturbaciones por las cuales se permiten desviaciones de la meta están definidas en el PTA. Estas son: cambios en los términos de intercambio, en el IVA, desastres naturales, cambios significativos en impuestos directos y cambios en las tasas de interés que provoquen divergencias relevantes entre los cambios en el IPC con y sin costos hipotecarios.

⁶ Freedman (1995).

⁷ Este índice incorpora los efectos de los cambios de las tasas de interés y del tipo de cambio sobre la economía real. El índice se utiliza como una medida agregada de los cambios en las condiciones monetarias producto de la política monetaria o de perturbaciones en los mercados de dinero y cambiario.

⁸ La instrumentación de la política monetaria en Inglaterra se caracteriza por la intervención diaria del Banco de Inglaterra en el mercado de dinero a través de operaciones de mercado abierto, realizando un seguimiento estrecho de las condiciones de liquidez. Así, mediante las referencias de precio que establecen las operaciones de reporto y a través del efecto indirecto logrado con el ajuste de cantidades, el Banco de Inglaterra influye sobre las tasas de interés.

⁹ Mateos Hanel, Calixto y Schwartz Rosenthal Moisés, "Metas de Inflación como Instrumentos de Política Monetaria", Revista monetaria, CEMLA (Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos) Volumen 20, Número 2, abril-junio 1997, México.

CONCLUSIONES

1. Sobre la base de los resultados, se concluye que para el caso de Guatemala, la relación entre el nivel de la inflación y la tasa de crecimiento económico es estadísticamente significativa para el período de 1994-2003, no así para el período 1970-2003. Esto quiere decir que la inflación representa un costo para la tasa de crecimiento y el producto, por lo tanto una estabilización de precios tiene un efecto positivo sobre el comportamiento de la tasa de crecimiento económico y el producto; asimismo, una alta volatilidad en el nivel precios tiene un efecto negativo sobre el crecimiento económico y el producto. Por lo tanto, una estabilidad de precios hace más estable el comportamiento de la tasa de crecimiento y el producto en el corto plazo y mediano plazo.
2. Para el caso de las variables financieras y monetarias (tasa de interés activa y pasiva, tipo de cambio y oferta monetaria) en el período 1994-2003, muestran una mediana relación con respecto a la inflación, es decir que dichas variables están determinadas más por otros factores estructurales y coyunturales que por el comportamiento de la inflación. Por lo consiguiente, hace que su comportamiento sea más volátil en el corto y mediano plazo a pesar de una estabilización en el nivel de precios.

3. Como resultado, la hipótesis de la presente investigación, no se acepta, debido a que solamente se encontró una alta correlación entre la inflación y el crecimiento económico, que demuestra que un nivel estable de precios contribuye en forma directa sobre el crecimiento económico. Además, no se encontró evidencia de que las variables financieras y monetarias disminuyen su volatilidad con respecto a una estabilización de precios, es decir que su comportamiento no es explicado por el nivel de precios en la economía.

4. En el caso de las metas de inflación como esquema para la estabilización de precios internos, se concluye que para el caso de Guatemala, la autoridad monetaria ha hecho esfuerzos en el marco institucional y regulatorio; así como otros factores, tales como la ausencia de dominancia fiscal y la modernización en el sistema financiero nacional, han permitido un marco adecuado para el funcionamiento eficaz y eficiente del esquema de objetivos inflacionarios en el corto y mediano plazo.

5. En el caso de Guatemala, la conducción de la política monetaria tuvo un giro a partir de los programas de ajuste estructurales y la liberalización financiera, dicho giro fue de metas monetarias de tipo cuantitativo hacia metas explícitas con objetivos finales (típicamente inflación). Un factor fundamental que subyace a ese

giro de la política monetaria radica en que la liberalización financiera puede afectar considerablemente la estabilidad de los agregados monetarios.

6. En Guatemala la poca efectividad en la utilización de los instrumentos de política monetaria y las acciones tomadas por el Banco de Guatemala hace poca creíble e incongruente la política monetaria dentro de un esquema de objetivos inflacionarios, asimismo la inconsistencia en la ejecución de la política monetaria es contraria con la consecución del objetivo inflacionario propuesta por el mismo Banco de Guatemala.

Referencias Bibliográficas

- *Aguilar Catalán, Jose Antonio, Metodología de la Investigación para los Diagnósticos Socioeconómicos, Guatemala, Cooperativa Servicios Varios Facultad de Ciencias Económicas USAC, 2002.*
- *Banco de Guatemala, Propuestas de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, 1990-2003.*
- *Banco de Guatemala, Banca Central, revista, Varios Números.*
- *Boletín Economía al día, Instituto de investigaciones Económicas y Sociales, USAC "La inflación en Guatemala", Número 11, noviembre 1993, Guatemala.*
- *Boletín "Presencia", Departamento de estudios de problemas nacionales, USAC, "La política económica e inflación", año 4, Número 2, junio 1994, Guatemala.*
- *Boletín Economía al día, Instituto de investigaciones Económicas y Sociales, USAC, "Los Precios y su tendencia" Parte I, Número 6, junio 1992, Guatemala.*
- *Boletín Economía al día, Instituto de investigaciones Económicas y Sociales, USAC, "Los Precios y su tendencia" Parte II, Número 7, julio 1992, Guatemala.*
- *Cuadrado Roura, Juan R. y José E. Villena Peña, "Los Objetivos de la Política Económica", Universidad de Málaga y Universidad de Alcalá, INAP, Diciembre 1985, Madrid.*
- *Enders, Walter. Applied Econometric Time Series. Wiley Series in Probability and Mathematical Statistics. John Wiley & Sons, INC. 1995.*
- *Figuroa Chávez, Walter Orlando. "Inflación e Incertidumbre Inflacionaria: el caso Guatemalteco", Tesis de Graduación Economía. USAC. Junio 2000.*
- *Guerrero M, Victor (1991) "Análisis Estadístico de Series de Tiempo Económicas", (Ira. Ed.) México D.F., Colección CBI, Universidad Autónoma Metropolitana.*
- *Gutiérrez Carrillo, Lyliá Isabel. "Evaluación de la Política Monetaria Aplicada en el país, y su Impacto en la Estabilidad y Crecimiento Económico (1986-1995)", Tesis de Graduación Economía. USAC. Noviembre 1997.*
- *Gujarati, Damodar N. "Econometría Básica", McGraw-Hill Interamericana 1997, Tercera edición, Colombia.*
- *Gutiérrez Montúfar, Marco Antonio. "La Coordinación de la Política Monetaria y Fiscal: Una Condición para la estabilidad económica Período 1980-1999", Tesis de Graduación Economía. USAC. Noviembre 2000.*
- *Escaith, Hubert. "Centroamérica: Inflación y Estabilización en la crisis y poscrisis", Revista CEPAL, Número 58, abril 1996, cuatrimestral, Chile.*

-
- *Edwards, Sebastián. "La Situación Macroeconómica en Guatemala: Evaluación y Recomendaciones sobre Política Monetaria y Cambiaria", Memoradum Banco de Guatemala, 30 de Julio de 2000.*
 - *Instituto de Investigaciones Económicas y Sociales. "Guatemala: Política Económica y Pobreza: el impacto de la política económica en la pobreza, durante el período 1950-1997". Serie Económica, URL, Guatemala, 1998.*
 - *Mancera Aguajo, Miguel. "Transición de Inflaciones moderadas a niveles de un dígito", Boletín del CEMLA (Centro de estudios monetarios latinoamericanos) Volumen 39, Número 2, marzo- abril 1993, México.*
 - *Mateos Hanel, Calixto. "Metas de Inflación como Instrumentos de Política monetaria", Revista Monetaria, CEMLA (Centro de estudios monetarios latinoamericanos) Volumen 20, Número 2, abril- Junio 1997, México.*
 - *Mishkin, Frederic, "Metas de Inflación y Otras Estrategias de Política Monetaria para América Latina, Revista Banca Central, Banco de Guatemala, Número 4, Enero-Abril 2003, Guatemala.*
 - *Sachs, J y Felipe Larraín, "Macroeconomía en la Economía Global", Prentice Hall 1993, 1era. Edición, México.*
 - *Santiago, Rolando, "La Bomba Monetaria: Problema Monetario Estructural", Banco de Guatemala, 1era. Edición.*
 - *Ordóñez Yaquián, Tito "Escenarios, Esquemas de desarrollo y Políticas Macroeconómicas", FLACSO Guatemala, Debate 25, 1994. Guatemala.*
 - *Pazos, Felipe "Desbordamiento de la Inflación en América latina" Boletín del CEMLA (Centro de estudios monetarios latinoamericanos) Volumen 37, Número 1, enero 1993, México.*
 - *Pastore, Alfonso Celso. "Inflación y expectativas con una Política Monetaria de tasas de interés reguladas", Boletín del CEMLA (Centro de estudios monetarios latinoamericanos) Volumen 38, Número 2, marzo- abril 1992, Bimestral, México.*
 - *Piloña Ortiz, Gabriel Alfredo, "Guía Práctica sobre: Métodos y Técnicas de Investigación Documental y de Campo", Litografía CIMGRA, Quinta edición, Guatemala, 2002.*

ANEXO

SERIES ECONÓMICAS
AÑO 1990-2003

Año	Mes	Índice de Precios al Consumidor Base 2000	Inflación Total	Inflación Subyacente ^{1/}	Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- Tendencia-Ciclo	Tasas de Interés ^{2/}		Tipo de Cambio Promedio Ponderado	Medios de Pagos (M2)	Emisión Monetaria
						Activa	Pasiva			
1990	Enero	26.95	21.76			16.00	13.00	3.59671	6,109.1	1,415.5
	Febrero	27.40	23.12			15.60	10.90	3.82189	6,218.1	1,456.3
	Marzo	28.22	25.72			20.00	12.40	3.95708	6,206.5	1,504.6
	Abril	29.30	29.01			20.10	13.10	4.23358	6,242.9	1,621.4
	Mayo	31.06	35.70			20.20	13.60	4.27438	6,347.9	1,600.8
	Junio	32.20	39.80			20.10	13.70	4.30595	6,567.9	1,601.5
	Julio	33.33	44.54			20.40	13.80	4.22826	6,639.2	1,569.7
	Agosto	33.64	44.08			20.70	13.90	4.66865	6,572.1	1,585.9
	Septiembre	35.70	51.35			21.80	14.40	5.71064	6,967.0	1,643.7
	Octubre	37.16	54.58			22.00	14.90	5.34830	6,721.4	1,756.7
	Noviembre	38.58	56.16			22.30	14.50	4.96883	6,833.3	1,823.2
	Diciembre	41.79	59.84			22.60	14.50	4.98006	7,392.8	2,091.0
1991	Enero	43.31	60.67			23.10	14.70	5.04086	7,407.4	1,944.0
	Febrero	43.15	57.46			23.60	15.00	5.08481	7,687.4	1,988.6
	Marzo	43.21	53.12			24.10	15.30	5.03594	8,063.4	2,114.4
	Abril	43.79	49.46			24.30	15.40	4.97717	8,427.2	1,993.3
	Mayo	44.27	42.52			24.40	15.90	4.92109	8,424.8	1,938.0
	Junio	44.65	38.67			24.40	15.80	4.94644	8,593.9	1,923.8
	Julio	44.75	34.25			24.40	15.90	5.00990	8,687.0	1,878.7
	Agosto	45.42	35.00			24.40	15.90	5.05544	8,986.5	1,878.5
	Septiembre	45.10	26.32			24.40	16.00	5.02576	8,930.1	1,895.7
	Octubre	45.15	21.51			24.30	16.00	5.10712	9,439.8	1,999.4
	Noviembre	45.39	17.65			22.80	14.60	5.08266	9,851.1	2,122.0
	Diciembre	45.98	10.03			22.10	14.00	5.05937	10,652.7	2,424.0
1992	Enero	46.18	6.64			21.17	12.78	5.08540	10,854.7	2,264.5
	Febrero	46.66	8.14			19.86	10.49	5.16427	11,323.2	2,292.7
	Marzo	47.55	10.04			19.04	9.80	5.13425	11,513.8	2,331.2
	Abril	47.91	9.41			18.82	9.79	5.05791	12,037.5	2,343.9
	Mayo	48.27	9.04			18.54	9.33	5.00891	11,715.8	2,286.5
	Junio	48.64	8.94			18.52	9.11	5.08499	11,550.6	2,316.1
	Julio	49.42	10.43			19.11	9.90	5.15249	12,197.7	2,332.4
	Agosto	49.81	9.66			19.36	10.37	5.22614	12,395.2	2,384.0
	Septiembre	50.14	11.19			19.47	10.49	5.29470	12,457.1	2,387.8
	Octubre	50.37	11.57			20.12	10.67	5.32124	12,531.3	2,505.4
	Noviembre	51.38	13.20			20.54	10.93	5.29657	12,345.0	2,607.4
	Diciembre	52.52	13.73			21.24	11.30	5.33350	12,731.9	2,990.9
1993	Enero	52.77	14.27	13.00	92.38	21.50	11.40	5.28496	12,751.9	2,825.9
	Febrero	52.88	13.33	13.39	92.58	23.40	11.90	5.35717	12,703.4	2,875.9
	Marzo	53.27	12.04	13.54	92.80	24.35	12.60	5.43310	12,759.9	2,866.6
	Abril	54.01	12.71	14.48	92.98	24.80	12.91	5.49852	12,958.0	2,866.6
	Mayo	54.32	12.54	14.82	93.15	24.50	12.80	5.56255	12,847.0	2,863.6
	Junio	55.64	14.39	15.11	93.32	24.90	13.00	5.64118	13,010.3	2,852.8
	Julio	56.96	15.27	13.07	93.43	25.30	13.00	5.70628	13,092.5	2,891.5
	Agosto	57.10	14.65	12.38	93.50	25.40	13.00	5.77654	12,752.3	2,844.7
	Septiembre	56.85	13.38	12.07	93.55	25.40	13.30	5.84952	13,160.3	2,813.8
	Octubre	57.18	13.52	12.50	93.57	25.50	13.51	5.86654	13,011.9	2,930.1
	Noviembre	57.93	12.75	12.99	93.60	25.60	13.55	5.85583	13,005.8	3,015.4
	Diciembre	58.63	11.64	12.52	93.66	25.70	13.73	5.79212	13,871.5	3,413.0
1994	Enero	59.89	13.49	13.89	93.73	25.97	13.76	5.86421	13,918.2	3,221.3
	Febrero	60.46	14.32	13.86	93.85	25.63	13.54	5.85882	14,265.4	3,239.4
	Marzo	60.80	14.14	13.51	94.00	24.47	11.89	5.82710	14,078.0	3,376.5
	Abril	61.52	13.91	12.02	94.22	24.33	11.82	5.79040	14,496.2	3,247.5
	Mayo	62.01	14.14	11.81	94.51	24.25	11.65	5.74474	14,646.5	3,169.9
	Junio	62.20	11.79	11.94	94.88	23.85	11.20	5.73131	14,255.7	3,176.4
	Julio	62.49	9.70	12.98	95.31	22.97	9.68	5.65608	14,907.3	3,300.5
	Agosto	63.23	10.74	13.89	95.80	21.14	8.57	5.67558	14,958.3	3,265.6
	Septiembre	63.66	11.97	13.68	96.32	19.64	7.46	5.80113	14,674.2	3,259.0
	Octubre	64.22	12.31	12.92	96.87	19.71	7.37	5.77766	14,924.4	3,442.6
	Noviembre	65.13	12.44	12.20	97.44	19.58	7.45	5.74428	14,627.9	3,581.8
	Diciembre	65.43	11.59	11.64	97.97	20.23	7.57	5.64311	17,377.2	4,078.3
1995	Enero	65.47	9.32	10.17	98.50	19.97	8.94	5.73724	17,301.1	3,912.6
	Febrero	65.25	7.94	9.62	98.98	20.03	9.48	5.71723	17,216.4	3,981.9
	Marzo	65.57	7.84	9.66	99.40	20.19	9.12	5.69485	17,708.3	4,000.8
	Abril	66.07	7.39	9.92	99.73	20.49	7.86	5.73140	17,235.9	3,955.2
	Mayo	67.04	8.12	10.16	99.96	21.25	7.84	5.73693	17,245.3	3,805.0
	Junio	67.89	9.15	9.62	100.07	21.43	7.94	5.75494	17,696.5	3,791.4
	Julio	68.04	8.89	8.96	100.11	21.43	7.82	5.76776	18,004.1	3,873.3
	Agosto	68.45	8.25	7.90	100.09	21.38	8.13	5.80919	18,232.9	3,762.7
	Septiembre	68.84	8.13	7.16	99.99	21.43	8.14	5.88819	18,638.6	3,752.2
	Octubre	69.80	8.69	6.95	99.90	21.65	8.21	5.95598	18,467.8	3,841.6
	Noviembre	70.72	8.57	7.54	99.78	21.86	8.30	5.99853	18,238.5	3,952.0
	Diciembre	71.07	8.61	8.05	99.68	22.20	8.34	5.93459	19,591.3	4,459.0

SERIES ECONÓMICAS AÑO 1990-2003

Año	Mes	Índice de Precios al Consumidor Base 2000	Inflación Total	Inflación Subyacente ^{1/}	Índice Mensual de la Actividad Económica -MAE- Tendencia-Ciclo	Tasas de Interés ^{2/}		Tipo de Cambio Promedio Ponderado	Medios de Pagos (M2)	Emisión Monetaria
						Activa	Pasiva			
1996	Enero	71.86	9.76	9.59	99.62	22.20	10.30	6.10098	19,507.2	4,139.8
	Febrero	72.32	10.83	10.01	99.62	22.60	10.80	6.16631	19,790.8	4,171.5
	Marzo	73.10	11.48	9.69	99.71	22.40	11.00	6.18235	20,032.9	4,227.0
	Abril	73.96	11.95	9.96	99.86	22.70	11.10	6.13547	19,799.5	4,112.6
	Mayo	74.43	11.02	9.65	100.09	22.90	11.10	6.08748	19,845.9	3,995.5
	Junio	74.91	10.34	9.12	100.40	23.00	11.90	6.12929	19,654.6	3,989.0
	Julio	75.93	11.60	9.48	100.73	22.90	11.40	6.09591	19,831.7	4,054.6
	Agosto	76.68	12.03	9.65	101.05	22.80	11.60	6.07484	19,860.3	3,923.9
	Septiembre	76.94	11.77	9.90	101.38	22.70	11.60	6.04942	20,044.8	3,871.0
	Octubre	77.23	10.64	10.59	101.66	22.70	11.40	6.05698	20,303.3	4,007.8
	Noviembre	78.10	10.44	10.26	101.91	22.60	11.20	6.01401	20,116.1	4,106.6
	Diciembre	78.78	10.85	9.96	102.12	22.40	11.00	6.00131	22,028.6	4,819.8
1997	Enero	79.63	10.80	8.23	102.32	21.98	10.25	6.05978	22,272.3	4,549.4
	Febrero	81.48	12.66	10.49	102.52	21.21	9.86	6.09702	23,256.3	4,631.8
	Marzo	81.51	11.51	10.61	102.73	20.81	8.92	6.00378	23,190.7	4,853.4
	Abril	81.46	10.13	9.53	103.02	19.97	7.84	6.00333	23,259.0	4,541.7
	Mayo	81.59	9.61	9.60	103.39	19.35	7.77	5.98201	22,997.4	4,449.7
	Junio	81.63	8.97	9.67	103.88	18.96	7.75	5.92892	23,416.1	4,497.8
	Julio	81.99	7.98	8.83	104.45	18.59	7.23	5.96091	24,628.1	4,519.5
	Agosto	82.85	8.05	8.69	105.13	17.40	6.76	6.07872	24,800.0	4,436.7
	Septiembre	83.35	8.33	8.84	105.86	16.78	6.42	6.11158	24,912.5	4,394.0
	Octubre	83.78	8.48	8.90	106.62	16.52	6.38	6.12948	25,544.3	4,555.9
	Noviembre	84.08	7.66	8.51	107.40	16.37	6.27	6.21890	26,117.4	4,789.5
	Diciembre	84.39	7.13	8.11	108.14	16.40	6.35	6.18972	27,564.1	5,476.1
1998	Enero	85.43	7.29	8.41	108.89	16.16	6.11	6.25804	28,018.9	5,232.6
	Febrero	85.92	5.45	6.00	109.61	16.20	6.31	6.21669	27,443.7	5,308.6
	Marzo	86.48	6.11	5.86	110.32	16.37	6.22	6.27358	28,426.0	5,306.3
	Abril	87.11	6.94	6.26	111.05	16.14	6.05	6.28911	28,770.7	5,339.4
	Mayo	87.56	7.32	5.72	111.75	16.21	6.16	6.28094	28,236.3	5,262.3
	Junio	87.69	7.43	5.06	112.42	16.24	6.16	6.31156	28,757.0	5,252.3
	Julio	87.96	7.27	5.27	113.06	16.14	6.15	6.34762	28,519.7	5,383.3
	Agosto	88.08	6.31	5.28	113.66	16.06	6.19	6.40330	29,253.3	5,313.5
	Septiembre	87.93	5.49	5.52	114.23	16.53	6.40	6.48891	28,398.2	5,189.3
	Octubre	87.94	4.97	5.23	114.74	16.93	6.79	6.56905	28,581.0	5,363.3
	Noviembre	90.27	7.35	4.86	115.16	17.55	7.32	6.56578	28,638.6	5,511.7
	Diciembre	90.70	7.48	4.82	115.49	17.91	7.16	6.72836	30,999.7	6,307.0
1999	Enero	90.80	6.29	4.70	115.71	17.81	7.87	6.97916	29,693.2	5,946.3
	Febrero	90.36	5.17	5.00	115.82	18.71	8.48	6.88083	29,722.4	6,079.7
	Marzo	89.94	3.99	4.97	115.86	18.90	8.55	6.97639	31,052.6	6,580.4
	Abril	90.14	3.47	5.25	115.85	18.86	8.51	7.07306	31,271.5	6,342.2
	Mayo	90.82	3.73	5.90	115.85	19.02	8.57	7.27100	31,485.2	6,310.2
	Junio	91.39	4.22	6.78	115.91	18.93	8.70	7.35844	31,443.3	6,295.4
	Julio	92.55	5.22	7.29	116.08	19.31	8.97	7.38946	32,129.1	6,457.6
	Agosto	93.39	6.03	6.56	116.38	19.49	9.23	7.67106	31,402.2	6,365.9
	Septiembre	93.90	6.79	6.21	116.81	20.33	10.37	7.78283	31,328.2	6,321.6
	Octubre	94.60	7.57	6.25	117.35	20.50	10.75	7.80116	31,038.9	6,571.1
	Noviembre	94.91	5.15	6.56	118.03	20.52	10.62	7.76582	31,363.7	6,857.7
	Diciembre	95.16	4.92	7.47	118.82	20.62	11.28	7.67392	33,456.2	8,428.6
2000	Enero	95.59	5.27	7.34	119.69	21.23	11.51	7.88292	33,006.3	7,614.0
	Febrero	96.34	6.62	6.99	120.53	21.39	11.65	7.79083	32,632.2	7,385.7
	Marzo	97.38	8.28	6.92	121.32	21.28	11.58	7.72301	33,479.3	7,364.9
	Abril	98.31	9.07	6.78	121.91	21.44	11.66	7.71287	34,539.6	7,352.6
	Mayo	97.51	7.36	6.40	122.33	21.46	11.61	7.70140	34,678.3	7,003.3
	Junio	98.00	7.23	6.16	122.54	20.92	11.45	7.73111	35,678.6	7,052.0
	Julio	98.23	6.14	5.43	122.61	21.21	11.36	7.75000	36,711.7	7,205.7
	Agosto	97.79	4.71	5.92	122.55	20.43	11.15	7.74789	37,705.5	6,957.9
	Septiembre	97.93	4.29	5.99	122.42	20.53	11.09	7.80019	37,599.1	6,975.0
	Octubre	98.23	3.84	5.60	122.29	20.47	11.23	7.81833	37,018.4	7,169.1
	Noviembre	98.88	4.17	5.35	122.13	20.23	11.04	7.76952	37,325.4	7,324.2
	Diciembre	100.00	5.08	4.71	122.01	20.05	10.98	7.72987	39,497.4	8,214.2
2001	Enero	101.37	6.05	5.11	121.89	19.92	10.82	7.80196	39,442.2	7,598.5
	Febrero	102.11	5.99	5.35	121.83	19.88	10.82	7.73652	38,969.4	7,618.6
	Marzo	102.66	5.42	5.48	121.81	19.58	10.58	7.69942	39,611.4	7,800.3
	Abril	103.10	4.87	5.59	121.85	19.42	10.44	7.74768	39,556.1	7,803.8
	Mayo	103.41	6.05	5.70	121.94	19.23	10.12	7.76913	40,972.7	7,730.2
	Junio	104.17	6.30	6.13	122.04	19.03	9.81	7.79828	42,338.5	7,787.6
	Julio	105.08	6.98	6.84	122.11	19.21	9.44	7.79895	42,830.9	7,987.8
	Agosto	106.39	8.79	7.54	122.14	18.88	9.06	7.84967	43,209.0	7,862.7
	Septiembre	106.73	8.99	7.52	122.14	18.65	8.97	7.95337	44,080.7	7,893.8
	Octubre	107.53	9.47	8.32	122.11	18.34	8.84	8.10604	44,249.7	8,248.3
	Noviembre	108.28	9.51	8.75	122.09	18.11	8.58	8.08308	45,054.6	8,500.1
	Diciembre	108.91	8.91	9.04	122.12	17.90	8.46	7.95902	47,228.2	9,475.9

**SERIES ECONÓMICAS
AÑO 1990-2003**

Año	Mes	Índice de Precios al Consumidor Base 2000	Inflación Total	Inflación Subyacente ^{1/}	Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- Tendencia-Ciclo	Tasas de Interés ^{2/}		Tipo de Cambio Promedio Ponderado	Medios de Pagos (M2)	Emisión Monetaria
						Activa	Pasiva			
2002	Enero	110.34	8.85	9.25	122.20	17.71	8.40	8.01650	47,049.6	8,783.1
	Febrero	111.31	9.01	9.57	122.38	17.50	8.19	7.93902	47,399.9	8,813.8
	Marzo	112.03	9.13	9.51	122.65	17.22	8.01	7.91139	48,213.0	9,340.7
	Abril	112.64	9.25	9.35	123.07	17.21	7.86	7.82478	48,095.8	8,928.6
	Mayo	113.04	9.31	9.16	123.63	17.11	7.75	7.86700	47,637.1	8,715.3
	Junio	113.69	9.14	8.89	124.28	16.88	7.63	7.90012	48,227.8	8,739.5
	Julio	114.64	9.10	8.44	125.03	16.75	7.48	7.85556	49,036.9	9,145.5
	Agosto	114.61	7.73	7.54	125.78	16.55	7.31	7.77152	48,812.4	8,752.6
	Septiembre	114.31	7.10	7.19	126.52	16.49	7.20	7.78169	48,757.2	8,699.4
	Octubre	114.63	6.60	6.76	127.19	16.41	7.13	7.72760	49,028.5	8,917.1
	Noviembre	115.15	6.34	6.66	127.78	16.34	7.08	7.61271	49,299.2	8,928.2
	Diciembre	115.80	6.33	6.33	128.24	16.20	6.91	7.65183	51,474.0	9,999.6
2003	Enero	117.18	6.20	6.16	128.63	16.01	6.31	7.79881	52,007.5	9,410.4
	Febrero	117.99	6.00	5.41	128.89	15.84	6.12	7.82699	51,738.6	9,424.3
	Marzo	118.50	5.78	5.29	129.07	15.61	5.84	7.90582	52,029.5	9,478.2
	Abril	119.03	5.67	5.42	129.19	15.49	5.58	7.90822	52,423.2	9,661.0
	Mayo	119.33	5.56	5.75	129.25	15.12	5.32	7.90306	53,009.7	9,498.7
	Junio	119.65	5.24	5.72	129.29	15.10	5.22	7.91994	53,924.7	9,768.4
	Julio	119.97	4.65	5.77	129.38	14.72	4.99	7.91874	54,722.3	10,146.3
	Agosto	120.30	4.96	5.79	129.55	14.64	4.86	7.92140	54,979.5	10,117.7
	Septiembre	120.80	5.68	5.86	129.78	14.47	4.75	7.98438	55,276.2	10,047.9
	Octubre	121.32	5.84	5.99	130.10	14.39	4.65	8.09625	56,261.6	10,682.1
	Noviembre	121.87	5.84	6.13	130.51	14.24	4.60	8.07822	56,674.7	10,771.2
	Diciembre	122.58	5.85	6.24	130.98	14.11	4.52	8.02830	58,281.6	11,924.4

1/ La inflación subyacente se refiere a la tasa de crecimiento porcentual de un índice de precios que en su construcción elimina algunos de los bienes y servicios incluidos en el IPC cuyos precios son, por lo general, los más volátiles, lo cual tiene como resultado que la variación de la inflación subyacente excluya componentes que distorsionan el comportamiento del índice por efectos coyunturales, estacionales y shocks de Oferta.

2/ Promedio ponderado sobre depósitos del sistema bancario.

VOLATILIDAD DE LAS SERIES ECONÓMICAS AÑO 1994-2003

Año	Mes	Inflación Total	Inflación Subyacente	-IMAE- Tendencia-Ciclo	Tasa Activa	Tasa Pasiva	Tipo de Cambio Promedio Ponderado	Medios de Pagos (M2)	Emisión Monetaria
		VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD
1994	Enero	0.9731	0.5750	0.0412	0.3522	0.2503	0.03202	195.28172	81.98088
	Febrero	1.0060	0.6044	0.0405	0.3438	0.3011	0.02941	213.71264	82.24845
	Marzo	1.0186	0.6006	0.0480	0.3053	0.3413	0.02816	214.42038	88.08593
	Abril	1.0361	0.6443	0.0567	0.2394	0.3291	0.02738	220.11916	88.05147
	Mayo	1.0403	0.6634	0.0631	0.2810	0.3562	0.02836	228.04766	89.94884
	Junio	1.0627	0.5771	0.0628	0.3540	0.4076	0.02939	245.58471	90.97274
	Julio	1.2080	0.5768	0.0578	0.3893	0.3992	0.03873	249.88449	91.98743
	Agosto	1.1921	0.6124	0.0488	0.4161	0.4161	0.04097	234.10226	92.00326
	Septiembre	1.2175	0.6069	0.0388	0.5668	0.5359	0.04443	273.56722	94.29096
	Octubre	1.2921	0.6031	0.0318	0.5997	0.5915	0.04604	305.57166	94.82714
	Noviembre	1.3674	0.6024	0.0317	0.6162	0.6144	0.04664	447.95082	95.78209
	Diciembre	1.2277	0.5776	0.0346	0.6225	0.6155	0.04823	562.25159	103.02045
1995	Enero	1.2459	0.5821	0.0428	0.6055	0.6470	0.04855	593.75320	102.90643
	Febrero	1.3368	0.5706	0.0542	0.5898	0.7309	0.04781	591.69594	102.77067
	Marzo	1.3722	0.5378	0.0666	0.5828	0.7642	0.04777	604.79347	98.63808
	Abril	1.3979	0.5171	0.0773	0.5827	0.7711	0.04784	607.46590	99.06595
	Mayo	1.3094	0.5084	0.0811	0.5791	0.7606	0.04749	614.53471	99.76957
	Junio	1.3321	0.4613	0.0782	0.5356	0.7199	0.04740	609.88123	99.61177
	Julio	1.1485	0.4643	0.0709	0.4886	0.7203	0.04234	605.99054	99.86137
	Agosto	1.1106	0.4312	0.0628	0.4821	0.7116	0.04035	605.26252	100.68005
	Septiembre	1.1136	0.4294	0.0559	0.3313	0.6393	0.03297	593.50445	98.48748
	Octubre	1.0342	0.4607	0.0519	0.2651	0.5914	0.02854	574.67965	99.98730
	Noviembre	0.8304	0.4631	0.0585	0.2127	0.5830	0.02759	483.61780	99.96833
	Diciembre	0.6272	0.4559	0.0713	0.2017	0.6301	0.03237	381.69846	114.94786
1996	Enero	0.6409	0.4873	0.0861	0.2052	0.6068	0.03313	332.94352	115.67570
	Febrero	0.6545	0.4852	0.1005	0.2057	0.4997	0.03969	335.03856	115.48710
	Marzo	0.6996	0.4735	0.1063	0.2146	0.4217	0.04363	325.67556	116.52253
	Abril	0.6870	0.4754	0.1030	0.2143	0.4186	0.04367	320.57454	116.12630
	Mayo	0.6674	0.4429	0.0920	0.1709	0.4179	0.04512	295.47847	115.35968
	Junio	0.6922	0.4445	0.0788	0.1266	0.4373	0.04501	297.63762	114.69713
	Julio	0.6892	0.4282	0.0719	0.1105	0.4377	0.04369	299.20565	115.98402
	Agosto	0.7101	0.4275	0.0751	0.1118	0.4372	0.04255	307.02221	115.68394
	Septiembre	0.6862	0.4051	0.0901	0.1060	0.4377	0.04332	311.38144	119.66798
	Octubre	0.7207	0.3933	0.1037	0.1032	0.4313	0.04297	318.70077	121.52268
	Noviembre	0.7399	0.3798	0.1133	0.1118	0.3998	0.04368	366.68804	129.48105
	Diciembre	0.6868	0.3579	0.1158	0.1343	0.2621	0.03519	377.40913	139.75524
1997	Enero	0.6896	0.5762	0.1110	0.1447	0.2345	0.03514	385.71086	139.42661
	Febrero	0.8545	0.5746	0.0995	0.1427	0.1985	0.03719	451.66582	139.38692
	Marzo	0.8596	0.6159	0.0920	0.1242	0.1979	0.03245	450.08585	151.34619
	Abril	0.8073	0.6150	0.0918	0.1317	0.2890	0.03232	450.04291	152.58248
	Mayo	0.8107	0.6150	0.1018	0.1401	0.2897	0.03093	476.69396	154.16940
	Junio	0.7736	0.6005	0.1121	0.1407	0.2713	0.03827	494.64042	154.12864
	Julio	0.8394	0.6079	0.1187	0.1639	0.2636	0.04202	504.19466	152.76625
	Agosto	0.8321	0.6143	0.1168	0.1885	0.2661	0.04313	501.29048	152.88296
	Septiembre	0.8206	0.6143	0.1082	0.2288	0.2713	0.04377	509.68118	154.74333
	Octubre	0.8132	0.5918	0.0983	0.2460	0.2701	0.04380	509.45245	156.89098
	Noviembre	0.7716	0.5854	0.0907	0.2442	0.2636	0.04686	438.27518	151.26691
	Diciembre	0.7724	0.5860	0.0849	0.2297	0.2405	0.04567	448.86224	156.03439
1998	Enero	0.7686	0.4109	0.0831	0.2110	0.2362	0.04637	474.00549	155.89870
	Febrero	0.6728	0.4783	0.0834	0.2152	0.2314	0.04025	420.99366	155.92143
	Marzo	0.5658	0.4485	0.0827	0.2316	0.2377	0.04073	417.59453	142.41225
	Abril	0.5766	0.4554	0.0778	0.2320	0.1422	0.04093	439.17713	141.91895
	Mayo	0.6404	0.4561	0.0662	0.2328	0.1224	0.04097	415.79707	139.85451
	Junio	0.7134	0.4588	0.0537	0.2309	0.1117	0.03336	384.13412	140.16372
	Julio	0.7107	0.4482	0.0395	0.2045	0.1156	0.02662	384.31061	142.47694
	Agosto	0.6887	0.4387	0.0345	0.2200	0.1266	0.02747	401.52813	141.68782
	Septiembre	0.7202	0.4492	0.0357	0.1952	0.1264	0.02703	418.93165	143.13350
	Octubre	0.7570	0.4471	0.0429	0.1808	0.1265	0.02711	443.62155	141.90332
	Noviembre	0.8911	0.4476	0.0537	0.1875	0.1396	0.02976	492.36912	147.45836
	Diciembre	1.0245	0.4468	0.0707	0.1968	0.1520	0.02967	596.61969	154.74746
1999	Enero	1.0400	0.3392	0.0833	0.2066	0.1600	0.05299	577.88912	157.86021
	Febrero	0.8931	0.2396	0.0878	0.2348	0.2057	0.05458	596.49865	160.29562
	Marzo	0.9492	0.2063	0.0847	0.2372	0.2184	0.05626	600.58665	183.20930
	Abril	1.1015	0.1983	0.0825	0.2370	0.2177	0.05843	593.17850	183.14348
	Mayo	1.1696	0.1941	0.0901	0.2360	0.2249	0.05899	598.60737	182.94132
	Junio	1.1616	0.2196	0.1103	0.2562	0.2432	0.05892	597.87831	183.22168
	Julio	1.1180	0.3014	0.1347	0.2595	0.2616	0.06332	626.64763	182.73377
	Agosto	1.1389	0.3036	0.1582	0.2466	0.2849	0.07027	617.00468	184.28255
	Septiembre	1.1867	0.3182	0.1762	0.2518	0.2983	0.07926	600.39886	194.68756
	Octubre	1.2418	0.3372	0.1864	0.2518	0.3115	0.08232	621.04250	206.75907
	Noviembre	1.2006	0.3438	0.1835	0.2489	0.3100	0.07806	614.38844	218.10677
	Diciembre	1.0995	0.3766	0.1660	0.2485	0.3053	0.08516	570.74715	349.64795

VOLATILIDAD DE LAS SERIES ECONÓMICAS AÑO 1994-2003

Año	Mes	Inflación Total	Inflación Subyacente	-IMAE- Tendencia-Ciclo	Tasa Activa	Tasa Pasiva	Tipo de Cambio Promedio Ponderado	Medios de Pagos (M2)	Emisión Monetaria
		VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD	VOLATILIDAD
2000	Enero	1.0635	0.3821	0.1453	0.2483	0.3072	0.07841	562.92515	347.86549
	Febrero	1.0753	0.3823	0.1430	0.2275	0.2781	0.07684	564.45795	348.43933
	Marzo	1.2139	0.3748	0.1736	0.2053	0.2632	0.07620	562.28506	339.02861
	Abril	1.3569	0.3604	0.2100	0.2123	0.2644	0.07439	554.94957	339.41284
	Mayo	1.2817	0.3598	0.2384	0.2248	0.2603	0.07641	550.09530	343.20583
	Junio	1.2221	0.3392	0.2475	0.2073	0.2428	0.07659	548.00335	343.19593
	Julio	1.2100	0.2907	0.2412	0.2040	0.2154	0.07060	521.98673	345.07548
	Agosto	1.2897	0.2969	0.2244	0.2140	0.1685	0.06630	597.90287	345.75258
	Septiembre	1.3517	0.2958	0.2048	0.2068	0.1631	0.05683	598.97064	339.24269
	Octubre	1.3574	0.2630	0.1833	0.2032	0.1396	0.05401	588.89667	330.10028
	Noviembre	1.3702	0.2417	0.1713	0.2013	0.1289	0.05405	598.93929	318.77718
	Diciembre	1.3139	0.2509	0.1699	0.1883	0.1165	0.04530	586.22911	213.98489
2001	Enero	1.2712	0.2367	0.1826	0.1819	0.1003	0.03710	599.55565	214.08171
	Febrero	1.2724	0.2404	0.1917	0.1742	0.0938	0.03691	580.32812	213.55888
	Marzo	1.1847	0.2424	0.1844	0.1746	0.0970	0.03784	577.47970	213.83019
	Abril	0.9266	0.2406	0.1612	0.1668	0.1054	0.03600	639.18698	213.38742
	Mayo	0.8342	0.2465	0.1252	0.1464	0.1070	0.03329	632.76576	207.58679
	Junio	0.6958	0.2495	0.0998	0.1407	0.1056	0.03336	649.84020	207.24865
	Julio	0.6580	0.2014	0.0980	0.1392	0.1065	0.03720	640.99684	205.60881
	Agosto	0.7895	0.2116	0.1101	0.0990	0.1096	0.03931	578.05256	205.44789
	Septiembre	0.8245	0.1988	0.1207	0.0967	0.0996	0.03714	565.82501	211.33086
	Octubre	0.7939	0.1950	0.1223	0.0972	0.0981	0.05301	555.50367	211.19160
	Noviembre	0.7496	0.1949	0.1165	0.0972	0.0994	0.06003	526.38917	210.14542
	Diciembre	0.7440	0.1463	0.1104	0.0963	0.0994	0.06029	535.85661	222.76158
2002	Enero	0.7305	0.1466	0.1060	0.0961	0.1020	0.05952	518.83296	226.08400
	Febrero	0.7225	0.1464	0.1089	0.0923	0.0948	0.05961	508.40816	230.09098
	Marzo	0.7103	0.1438	0.1226	0.0992	0.0920	0.05742	527.24111	250.07717
	Abril	0.5790	0.1438	0.1381	0.0991	0.0780	0.06152	436.51972	250.32443
	Mayo	0.5498	0.1309	0.1466	0.0988	0.0725	0.06126	472.80934	255.99362
	Junio	0.4801	0.1224	0.1442	0.0919	0.0712	0.06297	459.95373	258.20119
	Julio	0.4373	0.1259	0.1317	0.0604	0.0694	0.06022	467.65736	271.11159
	Agosto	0.4368	0.1347	0.1196	0.0564	0.0417	0.05745	467.09693	270.84964
	Septiembre	0.4688	0.1164	0.1173	0.0497	0.0386	0.05744	490.06130	268.52520
	Octubre	0.4698	0.1239	0.1286	0.0510	0.0442	0.04544	493.29143	268.41502
	Noviembre	0.4580	0.1274	0.1471	0.0574	0.0718	0.05073	528.86702	277.22168
	Diciembre	0.4624	0.1305	0.1614	0.0620	0.0985	0.05603	500.93065	277.22552
2003	Enero	0.4578	0.1425	0.1694	0.0631	0.1046	0.05520	556.40785	273.12237
	Febrero	0.4567	0.1637	0.1668	0.0634	0.1057	0.05644	555.80304	267.76607
	Marzo	0.4566	0.1776	0.1501	0.0475	0.1072	0.06124	530.77802	249.15226
	Abril	0.4490	0.1787	0.1244	0.0499	0.1091	0.05850	530.79906	250.41691
	Mayo	0.4195	0.1881	0.1037	0.0584	0.1140	0.05847	513.30866	249.07348
	Junio	0.3714	0.1838	0.1043	0.0606	0.1140	0.05601	513.91555	246.47953
	Julio	0.2739	0.1779	0.1251	0.0727	0.1151	0.05468	508.96442	239.59525
	Agosto	0.2801	0.1635	0.1451	0.0685	0.1142	0.05611	508.67060	237.74128
	Septiembre	0.2999	0.1595	0.1548	0.0694	0.1140	0.05513	501.94154	245.14278
	Octubre	0.2972	0.1533	0.1517	0.0697	0.1124	0.06006	470.02758	243.16510
	Noviembre	0.2782	0.1496	0.1404	0.0669	0.0944	0.04788	413.73153	248.80623
	Diciembre	0.2753	0.1462	0.1475	0.0644	0.0532	0.03977	366.80850	188.06697

SERIES ECONOMICAS

AÑOS 1970-2003

Año	Producto Interno Bruto a precios constantes En millones de Q	Tasa de Crecimiento Económico	Tasa de Inflación
1970	1,792.8	5.7	2.40
1971	1,892.8	5.6	-0.50
1972	2,031.6	7.3	0.50
1973	2,169.4	6.8	14.40
1974	2,307.7	6.4	15.90
1975	2,352.7	1.9	13.10
1976	2,526.5	7.4	13.58
1977	2,723.8	7.8	7.45
1978	2,859.9	5.0	9.10
1979	2,994.7	4.7	13.77
1980	3,106.9	3.7	9.08
1981	3,127.6	0.7	8.64
1982	3,016.6	-3.5	-1.96
1983	2,939.6	-2.6	8.42
1984	2,953.5	0.5	5.18
1985	2,936.1	-0.6	31.46
1986	2,940.2	0.1	25.67
1987	3,044.4	3.5	10.05
1988	3,162.9	3.9	10.97
1989	3,287.6	3.9	17.94
1990	3,389.6	3.1	60.64
1991	3,513.6	3.7	9.17
1992	3,683.6	4.8	13.73
1993	3,828.3	3.9	11.64
1994	3,982.7	4.0	11.59
1995	4,179.8	4.9	8.61
1996	4,303.4	3.0	10.85
1997	4,491.2	4.4	7.13
1998	4,715.5	5.0	7.48
1999	4,896.9	3.8	4.92
2000	5,073.6	3.6	5.08
2001	5,191.9	2.3	8.91
2002	5,308.7	2.2	6.33
2003	5,420.9	2.1	5.85

Fuente: Banco de Guatemala