

UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS  
ESCUELA DE ECONOMÍA

**LAS REGLAS DE RIGIDEZ EN LA GESTIÓN  
DE LA POLÍTICA MONETARIA.  
CASO GUATEMALA, PERÍODO 2000 - 2020**

TESIS

PRESENTADA A LA JUNTA DIRECTIVA DE LA FACULTAD  
DE CIENCIAS ECONÓMICAS

POR

**JOSE CARLOS CASTAÑEDA Y CASTAÑEDA**

PREVIO A CONFERÍRSELE EL TÍTULO DE

**ECONOMISTA**

EN EL GRADO ACADÉMICO DE

**LICENCIADO**

GUATEMALA, OCTUBRE DE 2022

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

Decano	Lic. Luis Antonio Suarez Roldán
Secretario	Lic. Carlos Roberto Cabrera Morales
Vocal I	Dr Byron Giovanni Mejía Victorio
Vocal II	Msc. Haydee Grajeda Medrano
Vocal III	Vacante
Vocal IV	P.A.E. Olga Daniela Letona Escobar
Vocal V	P.C. Henry Omar López Ramirez

**TRIBUNAL QUE PRACTICÓ EL EXAMEN PRIVADO DE TESIS**

Presidente:	Lic. Edson Roger Ortiz Cardona
Secretario:	Lic. Wagner Ricardo Meneses Paz
Examinador:	Licda. Zoila Celene Enriquez Mollinedo

Guatemala 20 de Julio de 2022

Licenciado  
Luis Antonio Suárez Roldan  
Decano de la Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad de San Carlos de Guatemala  
Edificio S-8  
Ciudad Universitaria

Respetable Señor Decano:

Por este medio informo que, en cumplimiento de la designación de la Dirección de la Escuela de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de fecha 31 de mayo de 2021 -PAND.04-2021-, he procedido a asesorar al estudiante **José Carlos Castañeda y Castañeda**, carné 60224-2 en el desarrollo de su trabajo de tesis titulado **"LAS REGLAS DE RIGIDEZ EN LA GESTIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA CASO GUATEMALA. PERÍODO 2000 – 2020"**, me permito manifestarle que he cumplido con dicha asesoría y que se han llenado satisfactoriamente los requisitos correspondientes.

Por lo tanto, considero que el trabajo desarrollado por el estudiante José Carlos Castañeda y Castañeda, carné 60224-2 sea aceptado para su discusión en el examen privado de tesis previo a conferírsele el título de Economista en el grado académico de Licenciado.

Atentamente,



Msc. José Ramón Lam Ortiz  
Economista  
Colegiado No. 7566

UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS  
DE GUATEMALA



FACULTAD DE  
CIENCIAS ECONÓMICAS  
Edificio "S-8"  
Ciudad Universitaria, Zona 12  
Guatemala, Centroamérica

J.D-TG. No. 0749-2022  
Guatemala, 11 de noviembre de 2022

Estudiante  
**JOSÉ CARLOS CASTAÑEDA Y CASTAÑEDA**  
Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad de San Carlos de Guatemala

Estudiante:

Para su conocimiento y efectos le transcribo el Punto Quinto, inciso 5.1, subinciso 5.1.1 del Acta 21-2022, de la sesión celebrada por Junta Directiva el 28 de octubre de 2022, que en su parte conducente dice:

**"QUINTO: ASUNTOS ESTUDIANTILES**

**5.1 Graduaciones**

**5.1.1 Elaboración y Examen de Tesis**

Se tienen a la vista las providencias de las Escuelas de Contaduría Pública y Auditoría, Economía y Administración de Empresas; en las que se informa que los estudiantes que se indican a continuación, aprobaron el Examen de Tesis, por lo que se trasladan las Actas del Jurado Examinador y los expedientes académicos.

Junta Directiva acuerda: 1°. Aprobar las Actas del Jurado Examinador de Tesis. 2°. Autorizar la impresión de tesis y la graduación a los siguientes estudiantes:

ESCUELA DE ECONOMÍA

...

NOMBRES Y APELLIDOS	REGISTRO ACADÉMICO	TEMA DE TESIS:
JOSÉ CARLOS CASTAÑEDA Y CASTAÑEDA	60224-2	LAS REGLAS DE RIGIDEZ EN LA GESTIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA. CASO GUATEMALA, PERÍODO 2000 - 2020

...

3°. Manifiestar a los estudiantes que se les fija un plazo de seis meses para su graduación".

"ID Y ENSEÑAD A TODOS"

LIC. CARLOS ROBERTO CABRERA MORALES  
SECRETARIO



## **AGRADECIMIENTOS**

**A DIOS:** Porque ÉL me ha dado todo lo que tengo en esta vida.

**A MI FAMILIA:** Porque siempre me han apoyado en este proceso

### **A MIS CENTROS DE ESTUDIO:**

UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA

ESCUELA NACIONAL CENTRAL DE CIENCIAS COMERCIALES JV

INSTITUTO NACIONAL PARA VARONES ADRIAN ZAPATA

ESCUELA PRIMARIA URBANA REINO DE BELGICA

ESCUELA PRIMARIA RURAL MIXTA DE SAN MATEO IXTATÁN

Porque me formaron académicamente

### **A MIS INSTITUCIONES DE TRABAJO:**

BANCO DE GUATEMALA

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO

ORGANIZACIÓN PANAMERICANA DE LA SALUD

ORGANIZACIÓN MUNDIAL DE LA SALUD

BANCO CENTROAMERICANO DE INTEGRACION ECONÓMICA

Porque me permitieron adquirir experiencia en mis campos de estudio

### **A MIS AMIGOS, EN ESPECIAL A:**

Lcda. FERTITA CRUZ TOCORA

MSc. Lic. SERGIO JAVIER LÓPEZ TOLEDO

MSc. Lic. MARVIN DÍAZ ARIZANDIETA

PC FELIPE JACOBO ESCOBAR ZEPEDA

Por su apoyo incondicional

## **ACTO QUE DEDICO**

### **A DIOS:**

Por iluminarme siempre en Su Sabiduría

### **A MIS PADRES:**

Jose Guillermo Castañeda Escobedo (QEPD)

Virgilia De Jesús Castañeda Cano (QEPD)

Por su amor, ejemplo y dedicación

### **A MI ESPOSA:**

Olga Mariza Zepeda Paredes De Castañeda

Por su amor y su apoyo incondicional

### **A MIS HIJOS:**

Deryeth Alejandra Castañeda Zepeda (QEPD)

Juan Carlos Castañeda Zepeda

Pablo Jose Castañeda Zepeda

Por ser una bendición de DIOS en mi vida

### **A MIS NIETOS:**

Sarah Alejandra Castañeda Cifuentes

Javier Alejandro Castañeda Cifuentes

Jose Fernando Castañeda Girón

Sebastián Emilio Castañeda Girón

Por ser también una bendición de DIOS en mi vida

**A MI YERNO y A MI NUERA:**

Javier Alejandro Castañeda Cifuentes

Glendy Elizabeth Girón Plata

Por ser parte de mi familia

**A MIS HERMANOS, SOBRINOS Y CUÑADOS**

Con especial cariño

**A MIS SUEGROS:**

Amadeo Zepeda Marroquín (QEPD)

Virgilia Paredes Ruano (QEPD)

Con respeto y admiración

INTRODUCCIÓN.....	I
-------------------	---

## CAPÍTULO I

### MARCO GENERAL

1.1 ANTECEDENTES .....	1
1.2 EXPERIENCIA INTERNACIONAL .....	7
1.2.1 JAPÓN .....	7
1.2.2 LA ZONA EURO .....	10
1.2.3 ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA .....	13
1.2.3.1 CRISIS SUBPRIME .....	15
1.3 MARCO TEÓRICO .....	17
1.3.1 POLÍTICA MONETARIA Y LA META DE INFLACIÓN .....	18
1.3.2 REGLAS MONETARIAS VERSUS DISCRECIONALIDAD EN LA POLÍTICA MONETARIA .....	22
1.3.3 DISEÑO DE UNA REGLA MONETARIA .....	23
1.3.4 ELECCIÓN DE LA VARIABLE OBJETIVO .....	23
1.3.5 ELECCIÓN DE LA VARIABLE INSTRUMENTO .....	24
1.3.6 ASPECTOS CONCEPTUALES ACERCA DE LA REGLA DE TAYLOR EN POLÍTICA MONETARIA .....	24
1.4 METODOLOGÍA .....	26
1.4.1 OBJETIVO GENERAL .....	26
1.4.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS .....	26
1.4.3 JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN .....	27
1.4.4 IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA .....	28
1.4.5 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA .....	29
1.4.6 HIPÓTESIS DEL PROBLEMA .....	29
1.4.7 MÉTODOS Y TÉCNICAS .....	29
1.4.7.1 MÉTODO .....	29
1.4.7.2 TÉCNICAS .....	30

## CAPÍTULO II

### EL COLAPSO DE BRETTON WOODS Y LA NUEVA ERA DE LA GLOBALIZACIÓN

2.1	LOS INICIOS .....	31
2.2	EL PAPEL DEL BANCO DE GUATEMALA EN LA ECONOMÍA GUATEMALTECA .....	37
2.3	REGLAS DE POLÍTICA MONETARIA .....	38
2.3.1	REGLAS VERSUS DISCRECIÓN EN POLÍTICA MONETARIA .....	40
2.3.1.1	REGLAS .....	41
2.3.1.2	LA REGLA DE POOLE .....	42
2.3.1.3	LA REGLA DE TIMBERGEN .....	43
2.3.1.4	LA REGLA DE WICKSELL .....	44
2.3.2	POLÍTICA MONETARIA DISCRECIONAL .....	45
2.3.3	EL CICLO POLÍTICO .....	46
2.3.4	LA INCONSISTENCIA DINÁMICA DE LA POLÍTICA MONETARIA .....	47
2.3.5	POLÍTICA MONETARIA ACOMODATICA Y POLÍTICA MONETARIA "APOLÍTICA" .....	49

## CAPÍTULO III

### SOLUCIONES AL SESGO INFLACIONARIO

3.1	LA ASIGNACIÓN DE MUNDELL .....	51
3.2	LA SECUENCIA DE METAS E INSTRUMENTOS .....	51
3.3	CRITERIOS GENERALES PARA REDUCIR EL SESGO INFLACIONARIO .....	52
3.4	REPUTACIÓN .....	52
3.5	INDEPENDENCIA DEL BANCO CENTRAL .....	53
3.6	DISCRECIÓN RESTRINGIDA .....	53

## CAPÍTULO IV

### CONTEXTO DE LA POLÍTICA MONETARIA

4.1	REDISTRIBUCIÓN NEGATIVA DEL INGRESO .....	56
4.2	INCERTIDUMBRE Y REDUCCIÓN DE LA INVERSIÓN .....	56
4.3	DESTRUCCIÓN DEL AHORRO INTERNO .....	56
4.3.1	INVERSIONES ESPECULATIVAS .....	57
4.3.2	SUSTITUCIÓN MONETARIA Y DOLARIZACIÓN .....	57
4.3.3	EL EFECTO OLIVERA-TANZI EN LAS FINANZAS PÚBLICAS .....	58
4.3.4	REDUCCIÓN DEL PLAZO DE LOS CONTRATOS .....	58
4.4	EFFECTOS NEGATIVOS EN LA CONSTRUCCIÓN .....	58
4.5	AUMENTO DEL IMPUESTO INFLACIONARIO .....	58
4.6	LA PRODUCCIÓN COMO OBJETIVO SUBSIDIARIO DE LA POLÍTICA MONETARIA .....	59
4.6.1	INYECCIONES .....	60
4.6.2	FILTRACIONES .....	63
4.7	CREACIÓN SECUNDARIA DE DINERO .....	64
4.7.1	EL MULTIPLICADOR MONETARIO .....	65
4.7.2	INFORMACIÓN ASIMÉTRICA .....	65
4.7.3	SELECCIÓN ADVERSA .....	66
4.8	RIESGO MORAL .....	66
4.9	EVIDENCIA EMPÍRICA .....	67

## CAPÍTULO V

### OBJETIVOS, METAS Y PROCEDIMIENTOS OPERATIVOS EN LA BANCA CENTRAL MODERNA

5.1	ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN .....	74
5.2	LA REGLA DE TAYLOR .....	75
5.3	EFFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA BAJO UN ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN .....	76
5.4	MECANISMOS DE TRANSMISION DE LA POLITICA MONETARIA.....	78
5.5	CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA .....	81

5.5.1	ENCUESTA ECONÓMICA, ASPECTOS RELEVANTES .....	86
5.5.2	ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR .....	89
5.6	TIPO DE CAMBIO .....	90
5.6.1	REGLA CAMBIARIA .....	91
5.6.2	SIMETRÍA DE LA REGLA CAMBIARIA .....	94
5.6.3	MECANISMO DE ACUMULACIÓN DE RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES .....	94
5.7	PASS THROUGH DEL TIPO DE CAMBIO .....	96
5.8	EL PECADO ORIGINAL .....	97
5.9	MECANISMOS QUE REFUERZAN EL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN Y CONFLICTO AVASALLADOR: EFICIENCIA VERSUS EQUIDAD .....	103
5.10	UNA EXPLICACIÓN ALTERNATIVA .....	105
5.11	EL PRODUCTO INTERNO BRUTO COMO ANCLA NOMINAL DE LA POLÍTICA MONETARIA .....	108
5.12	FACTORES DETERMINANTES DEL EQUILIBRIO MONETARIO .....	111

## VI

### CONCLUSIONES, RECOMENDACIONES Y BIBLIOGRAFÍA

6.1	CONCLUSIONES .....	114
6.2	RECOMENDACIONES .....	117
6.3	BIBLIOGRAFÍA .....	120

## ÍNDICE DE CUADROS

### **Cuadro 1**

Guatemala: Cifras del Sector Externo ..... 5

### **Cuadro 2**

Guatemala: Reservas Monetarias Internacionales ..... 6

### **Cuadro 3**

Colapso del Sistema Bretton Woods ..... 32

### **Cuadro 4**

Volatilidad Tasa de Interés y Tipo de Cambio ..... 39

### **Cuadro 5**

Guatemala: Composición de Inversiones por Año ..... 68

### **Cuadro 6**

Guatemala: Saldo de Préstamos por Destino Económico ..... 69

### **Cuadro 7**

Guatemala: Establecimiento del Crédito; Balance Consolidado ..... 70

### **Cuadro 8**

Índice de Confianza de la Actividad Económica ..... 86

### **Cuadro 9**

Indicadores del Nivel de Confianza ..... 88

### **Cuadro 10**

Guatemala: Regla de Participación Cambiaria ..... 92

**Cuadro 11**

Reglas de Intervención Cambiaria ..... 93

**Cuadro 12**

Participación del Banguat por Regla Cambiaria, Compra y Venta US\$ ..... 95

**Cuadro 13**

Integración de la Junta Monetaria ..... 98

**Cuadro 14**

Diferentes Países de la Región: Monto Depósitos Asegurados ..... 102

## ÍNDICE DE GRÁFICAS

### Gráfica 1

Guatemala: Encaje Bancario en Moneda Nacional ..... 4

### Gráfica 2

Guatemala: Encaje Bancario en Moneda Extranjera ..... 4

### Gráfica 3

Japón: Indicadores Económicos ..... 9

### Gráfica 4

Zona Euro: Brechas de Producción ..... 13

### Gráfica 5

USA: Indicadores Económicos ..... 16

### Gráfica 6

Guatemala: Tasa de Crecimiento del Credito al Sector Privado ..... 67

### Gráfica 7

Guatemala: Composición de Inversiones por Instituciones Bancarias ..... 71

### Gráfica 8

Nueva Zelanda: Inflación ..... 74

### Gráfica 9

Guatemala: Inflación y Meta Central ..... 75

### Gráfico 10

Guatemala: Inflación Interanual y Meta de Política ..... 77

### Gráfica 11

Guatemala: Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria ..... 80

**Gráfica 12**

Inflación Observada y Expectativa ..... 87

**Gráfica 13**

Guatemala: Evolución de la Regla Cambiaría ..... 95

**Gráfica 14**

Pass-Through por Continentes ..... 96

## INTRODUCCIÓN

Durante los últimos veinte años la economía mundial ha experimentado dramáticas transformaciones, en todos los campos de acción. Estas transformaciones se han derivado del “proceso de globalización”, el cual ha propiciado una mayor integración e interacción de las diversas economías del mundo, incluyendo por supuesto, la economía de Guatemala. En efecto, la globalización ha inducido cambios en la demanda y oferta y en el ciclo productivo del flujo de bienes y servicios, en la estructura y movilidad en los mercados de capitales y un poco menos en los mercados de trabajo. Esto a su vez implica cambios sustanciales en las economías del mundo, cuyas autoridades han tenido que modificar los paradigmas que sustentan sus políticas económicas para responder adecuadamente a los retos de la mencionada globalización.

Dentro de los cambios requeridos en la gestión económica, la política monetaria reviste particular importancia, ya que el entorno financiero, tanto interno como externo, se ha tornado mucho más volátil, por lo que para fortalecer su eficacia y eficiencia debe adoptar acciones sustentadas en el uso de instrumentos modernos y más flexibles. Cabe indicar que en Guatemala existe un desfase en la gestión monetaria, la cual, en gran parte, aún se sustenta en los antiguos lineamientos emanados de Bretton Woods, los cuales buscaban reestablecer la estabilidad monetaria y financiera devastados por la gran depresión de los años treinta y de la segunda guerra mundial.

Es importante mencionar, que los preceptos en materia de política monetaria adoptados luego de la conferencia de Bretton Woods, en la actualidad son distorsionantes y, en muchos casos, inefectivos, ya que la estructura monetaria y financiera para los cuales fueron propuestos son diametralmente opuestos a las generadas por la globalización actual. No obstante, el banco central ha dinamizado sus mecanismos en el marco del esquema de metas explícitas de inflación, pero todavía falta una gestión eficiente en materia monetaria y cambiaria, así como temas internos y legales que no permiten una gestión técnicamente sólida y la adopción

de medidas económicas y financieras que beneficien a todos los sectores de la sociedad y su impacto sea positivo en la política económica del país.

Derivado de lo anterior, el presente trabajo de tesis propone actualizar y redefinir el uso de los métodos modernos de política monetaria y cambiaria para apuntalar la gestión monetaria y del Banco de Guatemala.

## Capítulo I

### Marco General

#### 1.1 Antecedentes

Con la asesoría de los distinguidos economistas Robert Triffin y David L. Gover, se elaboró el andamiaje legal que fue sometido al Congreso de la República de Guatemala, el cual discutió y aprobó la Ley Monetaria que cobró vigencia mediante el Decreto No. 203 del 29 de noviembre de 1945, así como el Decreto No. 215, Ley Orgánica del Banco de Guatemala. Para completar estas leyes, el 30 de noviembre de 1946, a través del decreto 315, entró en vigencia la Ley de Bancos y Grupos Financieros. La parte medular de la Ley Monetaria estableció la paridad del quetzal con el dólar estadounidense, a un tipo de cambio de un dólar por un quetzal. Esta paridad buscaba fomentar la estabilidad cambiaria para apuntalar los intercambios que garantizaran la inserción de nuestra economía en el nuevo orden comercial de la post guerra.

La ley Orgánica del Banco de Guatemala estableció las bases para la creación de la banca central moderna en nuestro país, ya que estableció un banco central autónomo, con capital propio, con metas y objetivos concretos. En efecto, el Banco de Guatemala debería crear las condiciones cambiarias, monetarias y crediticias para garantizar el desarrollo ordenado de la economía guatemalteca. Para cumplir con su misión, el nuevo y moderno ente emisor debería estar en capacidad de aumentar o restringir la oferta monetaria para evitar procesos inflacionarios o deflacionarios. Además, el tipo de cambio no podía ser alterado discrecionalmente por las autoridades nacionales, lo cual solo se podría hacer, con la aprobación del Fondo Monetario Internacional, en presencia de desequilibrios fundamentales que afectaran la sostenibilidad de la balanza de pagos, tales como, por ejemplo, un deterioro permanente de los términos de intercambio.

La necesidad de déficit comerciales estadounidenses para aumentar la liquidez mundial y la consiguiente pérdida de confianza en esta divisa generó lo que se conoció como “el dilema de Triffin”, debido a que Robert Triffin el economista que advirtió que dicha política llevaría al colapso del sistema de Bretton Woods. En

efecto, el cuantioso déficit comercial de los Estados Unidos de América, especialmente con Japón, Alemania y Francia, indujo a que estos países empezarán a reclamar la conversión de sus reservas monetarias denominadas en dólares estadounidenses en oro. Fue el primer ministro de Francia, Charles de Gaulle, quien explicitó formalmente este requerimiento, ya que los acuerdos de Bretton Woods avalaban dicha conversión. El argumento del estadista francés era que el resto del mundo estaba financiando tanto el alto nivel de consumo estadounidense como la participación de los Estados Unidos de América en la guerra de Vietnam. El problema terminó el 15 de agosto de 1971 cuando el presidente estadounidense Richard Nixon decidió eliminar la convertibilidad del dólar al oro. Esto mitigó las presiones internacionales para devaluar el dólar.

De esta forma iniciaba la era de flotación sucia o controlada y la moneda de intervención continuó siendo el dólar de los Estados Unidos de América. Esto implicó que, formalmente la era de Bretton Woods llegara a su fin; sin embargo, muchos países, incluyendo a Guatemala, continuaron *De Facto* con muchas prácticas de dicho esquema monetario internacional. La nueva era de flotación implicó, necesariamente, la elección de una nueva *ancla nominal* que sustituyese al tipo de cambio, el cual fungió durante la era de Bretton Woods. Al respecto, la mayoría de países aceptó la propuesta de Milton Friedman, profesor de la universidad de Chicago y ganador del Premio Nobel, la cual consistía en utilizar la oferta monetaria como nueva *ancla nominal*. La propuesta de Friedman se sustentaba en la Teoría Cuantitativa del Dinero, por lo que él arguyó que debido a que la velocidad de circulación del dinero era estable, no fija, la relación entre crecimiento del dinero e inflación era muy estrecha. En ese sentido, Friedman propuso que la oferta monetaria debería crecer constantemente cada año para propiciar una tasa de inflación constante. Cabe indicar que, Friedman propuso un crecimiento de la oferta monetaria de 5% para los Estados Unidos de América, mientras que otros países como Alemania y Reino Unido también adoptaron la propuesta de Friedman y la implementaron durante la década de los ochenta del siglo pasado. Poco a poco, Europa y Estados Unidos fueron abandonando este

esquema de crecimiento fijo de la oferta monetaria debido a las crisis más recurrentes<sup>1</sup>.

En cuanto a Guatemala, los postulados emanados de Bretton Woods cimentaron las condiciones tanto teóricas como prácticas para la creación de una banca central moderna y funcional para el país, la cual debería impulsar un crecimiento y desarrollo ordenado de la economía nacional.

En lo referente a la Ley de Bancos, la misma buscaba fomentar la intermediación financiera y el crecimiento del ahorro interno, lo que debía traducirse en un aumento de la inversión productiva. Para el efecto, se propició la estabilidad del sistema bancario mediante el establecimiento de un encaje legal, es decir, los bancos no podrán prestar todos los recursos que reciben de los ahorrantes, sino que mantendrán un porcentaje en sus cajas o en depósitos en la banca central. Esto buscaba evitar las crisis sistémicas derivadas de pánicos financieros inducidos por retiros masivos de recursos, tal como sucedió durante la Gran Depresión. El establecimiento del encaje legal es muy importante, no sólo para la estabilidad del sistema bancario, sino para la política monetaria, ya que incide en el multiplicador monetario, es decir, en la creación secundaria de dinero que realizan los bancos. Además, se establecieron requerimientos mínimos de capital a los bancos, para garantizar su estabilidad y solvencia. Se presentan las gráficas 1 y 2 que muestran los niveles de encaje bancario tanto en moneda nacional como en moneda extranjera para el período 2000-2020.

---

<sup>1</sup> Del documento "Quien era Milton Friedman". Paul Krugman, Press 2008. Derivado de las crisis más recurrentes y que en esos momentos la oferta monetaria resulta casi inútil para estimular la actividad económica, esta situación se presenta cuando los tipos de interés son cercanos a cero, lo que comúnmente se le ha llamado trampa de liquidez.

GRÁFICO 1  
 Encaje Bancario en Moneda Nacional  
 PERÍODO 2000-2020  
 - En millones de quetzales -



Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Banco de Guatemala.

GRÁFICO 2  
 Encaje Bancario en Moneda Extranjera  
 PERÍODO 2000-2020  
 - En millones de quetzales -



Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Banco de Guatemala.

Es importante puntualizar que este instrumental de gestión monetaria estaba orientado al control de la oferta monetaria para garantizar la estabilidad del tipo de cambio. Esto implicaba que la oferta monetaria debería variar en función del resultado de la balanza de pagos. Es decir, el banco central debía esterilizar los aumentos o deficiencias de dinero en la economía y debería sostener la paridad cambiaria a través del uso de sus reservas monetaria internacionales.

En los últimos años se ha observado un incremento sustancial de las remesas familiares siendo el principal componente que hace que la balanza comercial presente una posición moderada y a su vez compensa el hecho del poco crecimiento de las exportaciones y crecimiento pronunciado de las importaciones. Las reservas por su parte se han incrementado sustancialmente en los últimos años

(esto producto de la acumulación por compras en el mercado cambiario) pero en los años 80 el nivel de reservas era muy bajo y por eso el gobierno se auxiliaba del banco central para la compra de divisas y además el banco era garante del Estado en préstamos internacionales. Para una ilustración se presentan los cuadros 1 y 2 respectivamente.

**CUADRO 1**  
**Guatemala: Cifras del Sector Externo**  
**Período: 2008 - 2020**  
**-En millones de US\$-**

Año	RMI	REMESAS	CTA. CORRIENTE Y CAPITAL	CTA. CORRIENTE Y CAPITAL	CTA. DE CAPITAL
2008	4,658.8	4,314.7	-1,561.9	-1,553.6	-8.3
2009	5,212.6	3,912.3	74.7	72.3	2.4
2010	5,953.8	4,126.8	-754.6	-767.0	12.3
2011	6,187.9	4,378.0	-1,574.8	-1,579.8	5.0
2012	6,693.8	4,782.7	-1,847.1	-1,847.1	0.0
2013	7,272.6	5,105.2	-2,209.7	-2,238.8	29.1
2014	7,333.4	5,544.1	-1,906.3	-1,909.3	3.0
2015	7,751.2	6,285.0	-772.2	-773.8	1.6
2016	9,160.4	7,160.0	-637.6	637.3	0.3
2017	11,769.5	8,192.2	857.5	857.1	0.4
2018	12,755.6	9,287.8	652.5	649.6	3.0
2019	14,789.0	10,508.3	1,822.0	1,821.3	0.7
2020	18,468.2	11,340.4	3,833.5	3,832.4	1.1

Fuente: Elaboración propia con base en cifras del sector externo del Banco de Guatemala

CUADRO 2  
 Guatemala: Reservas Monetarias Internacionales  
 Periodo: 1980-2020  
 -en millones de US\$-

AÑO	MONTO	AÑO	MONTO
1980	nd	2000	1,874.1
1981	nd	2001	2,347.9
1982	nd	2002	2,369.6
1983	nd	2003	2,919.3
1984	286.9	2004	3,528.0
1985	288.9	2005	3,782.4
1986	277.3	2006	4,061.1
1987	169.8	2007	4,320.3
1988	121.8	2008	4,658.8
1989	72.4	2009	5,212.6
1990	24.7	2010	5,953.8
1991	556.2	2011	6,187.9
1992	531.0	2012	6,693.8
1993	736.6	2013	7,272.6
1994	796.4	2014	7,333.4
1995	639.1	2015	7,751.2
1996	815.5	2016	9,160.4
1997	1,120.5	2017	11,769.5
1998	1,345.1	2018	12,755.6
1999	1,219.7	2019	14,789.0
		2020	18,468.2

nd: cifras no disponibles

Fuente: Elaboración propia con cifras del Banco de Guatemala

Como se aprecia, en un principio la gestión monetaria estaba orientada hacia la consecución de objetivos cambiarios, lo que mermó la capacidad de respuesta del banco central a los problemas internos, los cuales pasaron a segundo plano. Las rigideces impuestas por el sistema de Bretton Woods en lo interno, aunadas a los problemas generados por el cambio del entorno económico y político internacional, tuvieron efectos devastadores para este sistema.

## **1.2 Experiencia Internacional**

En muchos países ha cobrado importancia los esquemas de metas explícitas de inflación. La persistencia de tasas de inflación cercanas a cero podría ser también un motivo de preocupación... ¿Y si no hay ventaja en fijar un objetivo de nivel de precios o inflación? ¿Y si la política monetaria ha perdido su eficacia en períodos donde los precios bajan? En fin, esos efectos son de suma importancia entenderlos.

### **1.2.1 Japón**

Japón, en el período 1995-1999, sus autoridades monetarias tuvieron que hacer frente a un grave deterioro tanto de la economía doméstica como de los mercados financieros. Los tipos de interés de corto plazo disminuyeron casi a cero, las graves debilidades del sistema financiero redujeron la sensibilidad de los bancos y de los hogares a los estímulos de la política económica.

En 1999 Japón tuvo que hacer frente a la posibilidad de que surgiera un ciclo deflacionista, dados los elevados niveles de exceso de capacidad y endeudamiento de las empresas, así como la persistencia de graves problemas en el sector bancario. La situación empeoró más, en 1998 el PIB real disminuyó un 3% y los índices de los precios continuaron sufriendo persistentes presiones a la baja. Al descender los precios de las importaciones y del petróleo en respuesta a la situación mundial y apreciarse el yen a partir de octubre, los precios de consumo bajaron por primera vez desde 1995-96.

Los precios internos al por mayor, que venían descendiendo desde 1991, mantuvieron su tendencia descendente. El empeoramiento de las perspectivas económicas llegó en un momento en el que parecía poco eficaz la vía tradicional de transmisión de la política monetaria, es decir, la de los tipos de interés. Aunque el tipo de descuento se mantuvo en un 0,5%, el Banco de Japón decidió en septiembre bajar al 0,25% el tipo a un día, que se había mantenido ligeramente por debajo del tipo de descuento. Esta suavización de la política, además de tener por objeto impedir que aumentaran aún más las presiones deflacionistas, se consideró correcta para mantener la estabilidad de los mercados financieros. La política

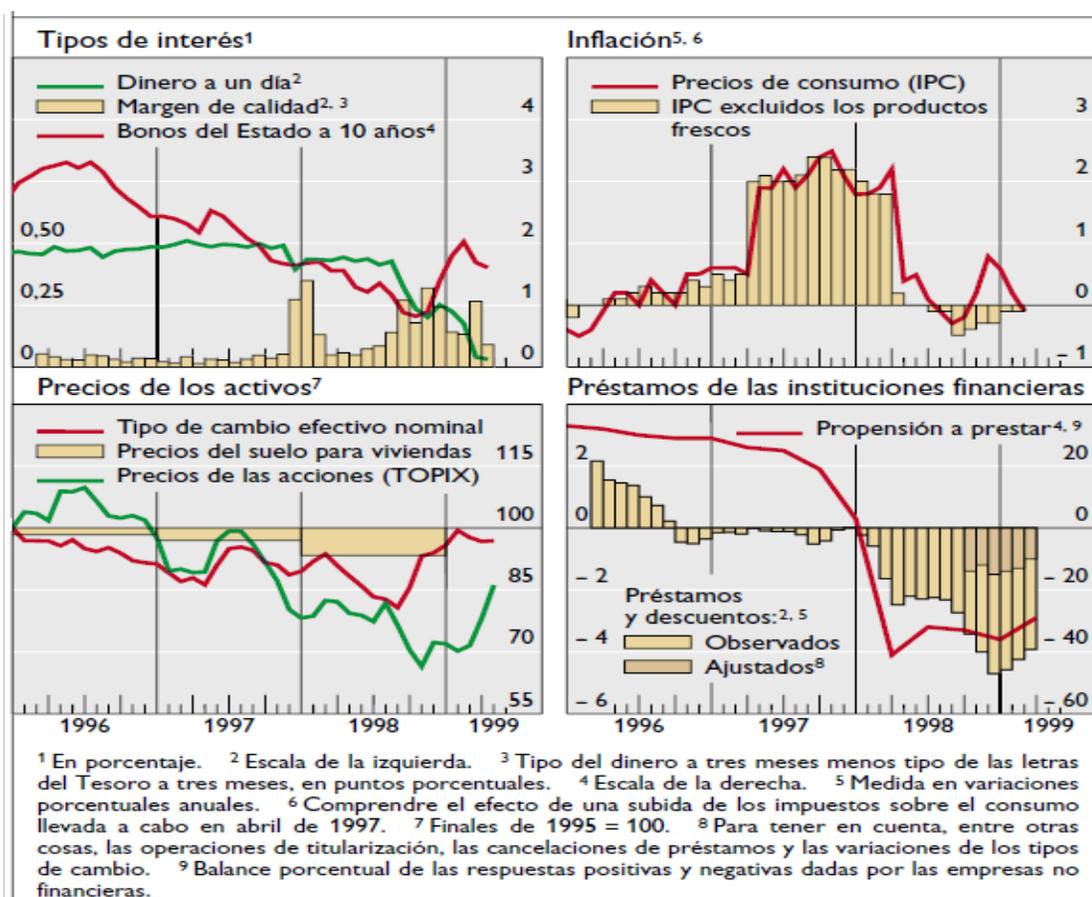
monetaria volvió a suavizarse en febrero de 1999, cuando se redujo el tipo de descuento a un día al 0,15% o menos, y a principios de marzo, cuando las enormes inyecciones de liquidez del Banco de Japón lo redujeron, de hecho, a cero.

Durante el periodo de convulsiones que sufrieron los mercados financieros de Japón y otros países, la preocupación por el riesgo de contraparte provocó un brusco aumento del margen entre los tipos interbancarios a tres meses y los tipos de las letras del Tesoro. El Banco de Japón respondió suministrando abundante liquidez a los mercados financieros. Aunque esta medida provocó una reducción del margen entre el tipo interbancario y el tipo de las letras del Tesoro, éste continuó siendo considerable. A pesar de que en los últimos años se había acelerado la expansión de la base monetaria, la tasa de crecimiento de M2+CD, el principal agregado monetario en Japón, continuó siendo moderada. Los bancos se mostraron cada vez menos dispuestos a conceder créditos en un clima de dudosa solvencia tanto de los clientes como de algunos bancos. Para mejorar el mecanismo de asignación del crédito, el Banco de Japón tomó medidas con el fin de facilitar las operaciones de financiación de las empresas expandiendo sus operaciones de pacto de recompra de papel comercial, lo cual, a su vez, permitió a los bancos aumentar sus actividades en el mercado primario de papel comercial. El banco estableció, además, una línea de crédito destinada a refinanciar en parte los nuevos préstamos concedidos por las instituciones financieras en el cuarto trimestre.

La adopción de una política cada vez más expansiva fue contrarrestada en parte por la brusca apreciación que experimentó el yen y por el rápido aumento de los rendimientos de los bonos del Estado a largo plazo. Este aumento, atribuido al gran incremento del programa de emisión planeado para el año fiscal 1999 y al anuncio de que el Trust Fund Bureau dejaría de comprar títulos, también provocó un aumento de los rendimientos de los bonos de empresas y de los tipos de interés preferenciales de los préstamos a largo plazo. Para limitar las subidas de los tipos de interés a largo plazo, el Banco de Japón se vio sometido a presiones políticas para que intensificara sus compras de bonos del Estado. Esas presiones fueron contraproducentes pues llevaron a pensar que la política monetaria formaba parte del proceso político general, lo que afectó negativamente a la credibilidad del banco

central y la conducción a un aumento, en lugar de un descenso, de los tipos de interés.

**Gráfico 3**  
**Japon: Indicadores Económicos**  
**Período 1995 - 1999**  
**-En porcentajes-**



Fuente: BCE; OCDE.

A lo largo del año, el gobierno tomó varias medidas para sanear el sistema financiero. Entre éstas, la nacionalización temporal del Long-Term Credit Bank y del Nippon Credit Bank, así como el fomento de la fusión de algunas otras instituciones y el intento de convencer a los bancos supervivientes de que llevaran a cabo una reestructuración a cambio de fondos públicos. Aunque la reacción del mercado a estas medidas fue favorable, como lo indicó la desaparición de la “prima japonesa” y la recuperación de los precios de las acciones de los bancos. En particular, podría surgir un conflicto entre su compromiso de aumentar los préstamos internos y

reducir al mismo tiempo los costos. Una considerable reducción de sus operaciones internacionales contribuyó a resolver este problema.

### **1.2.2 La Zona Euro**

La política monetaria de los países participantes en la UEM estuvo dominada durante 1998 por la necesidad de que los tipos de interés convergieran en un nivel común a finales de ese año. Un factor que complicó la cuestión fue el hecho de que, a pesar de la considerable convergencia nominal conseguida en los años anteriores, seguían existiendo notables diferencias entre las condiciones económicas de los distintos países. Al final, los tipos oficiales convergieron en un 3%, lo que supuso una pequeña reducción en los países con los tipos de interés más bajos, pero una reducción bastante grande en otros.

En los meses anteriores a la introducción del euro (enero de 1999), el Banco Central Europeo (BCE) anunció su marco de política monetaria, que contenía un objetivo final numéricamente definido de estabilidad de los precios, un valor de referencia para el crecimiento del dinero y una evaluación de las perspectivas de la inflación basada en una amplia variedad de indicadores.

La situación económica de los países que constituyeron la zona del euro no varió durante el periodo examinado: el crecimiento continuó siendo elevado en algunos países más pequeños y la situación general siguió siendo débil en algunos de los más grandes. Antes de enero de 1999, los bancos centrales tuvieron que conciliar las consideraciones internas relacionadas con la inflación con la necesidad de que convergieran los tipos de interés.

En Irlanda, el crecimiento extraordinariamente alto registrado por quinto año consecutivo provocó un nuevo aumento de la producción por encima de su nivel potencial y crecientes presiones inflacionistas. Sin embargo, durante el otoño comenzó a desacelerarse la economía real y las presiones inflacionistas cedieron. Al descender la inflación del máximo del 3,2% en agosto al 1,7% en diciembre y ser necesario bajar los tipos de interés para converger con el resto de los países, comenzó a suavizarse la política monetaria en octubre.

El crecimiento también fue muy alto en Finlandia y los Países Bajos, lo que hizo que las brechas de producción estimadas se volvieran positivas. En Finlandia, las presiones inflacionistas, acumuladas gradualmente en 1997 y principios de 1998, comenzaron a disminuir durante la primavera tras un descenso de los precios de importación, y la inflación descendió hasta ser inferior a un 1% a finales de año. En los Países Bajos, también disminuyó la inflación, la cual fue, en promedio, de un 2% en el conjunto del año.

En Portugal, la brecha de producción también disminuyó y la inflación general se aceleró, subiendo del 2,3% a finales de 1997 al 3,2% a finales de 1998. El continuo y elevado crecimiento de la producción y las presiones concomitantes sobre los precios se debieron en parte a la convergencia de los tipos de interés. Como los tipos de interés controlados por las autoridades bajaron del 6% al 3% entre mediados de 1997 y finales de 1998 y la inflación se aceleró durante ese mismo periodo, los tipos de interés reales bajaron más de 4 puntos porcentuales. En España ocurrió un proceso parecido, aunque menos pronunciado. Al bajarse los tipos oficiales del 5,25% al 3% entre mediados de 1997 y finales de 1998 y disminuir sólo marginalmente la inflación general, los tipos reales a corto plazo bajaron alrededor de 2,5 puntos porcentuales durante el mismo periodo.

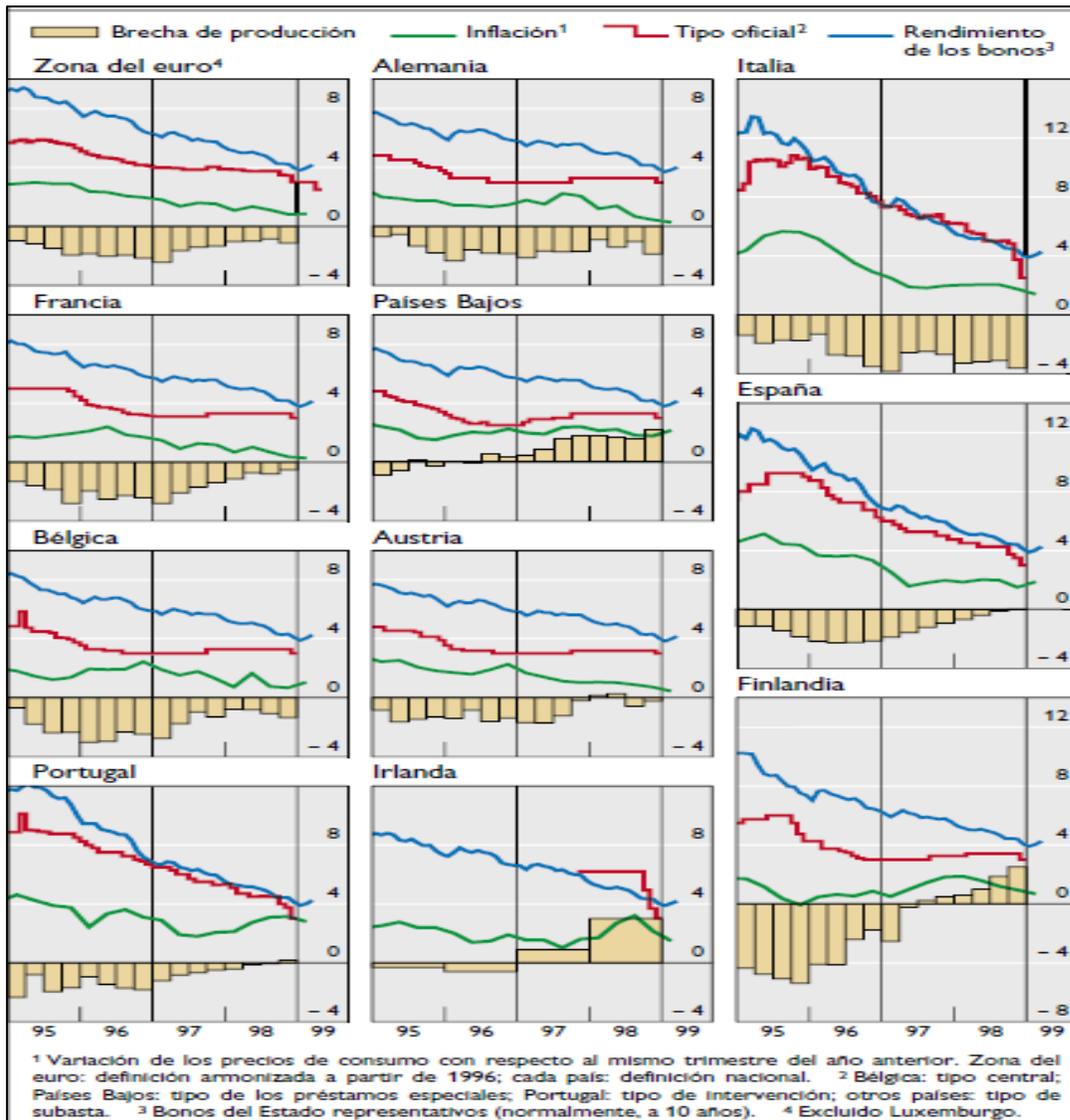
En las tres mayores economías, la mejor situación económica correspondió con mucho a Francia. Dado que en este país el crecimiento fue, en promedio, de un 3,2% en 1998, la brecha de producción se redujo considerablemente. No obstante, la inflación anual bajó al 0,3%. En cambio, en Alemania e Italia la situación económica continuó, por lo general, siendo débil, y empeoró durante el año. El crecimiento del PIB, elevado durante el primer trimestre en Alemania, Austria y Bélgica, se desaceleró después, siendo en promedio de un 3% aproximadamente ese año. En Italia, el crecimiento fue bajo: tan sólo de un 1,4%. Como las considerables brechas de producción apenas variaron en estos países, las presiones inflacionistas cedieron, en general, y las tasas fueron desde el 0,4% en Alemania hasta el 0,7% en Austria. En Italia, la inflación descendió hasta situarse en un 1,7%. A la luz de estas tendencias y teniendo en cuenta que la estrategia de la política monetaria del BCE se consideraba creíble en los mercados financieros,

se permitió que los tipos de interés de la zona del euro convergieran en un 3% tras una reducción coordinada en diciembre de 1998. En abril de 1999, el BCE bajó aún más su tipo oficial al 2,5% dentro de una situación de débiles presiones inflacionistas.

Aunque la política monetaria se estableció teniendo en cuenta las tendencias económicas generales de la zona del euro, el proceso de convergencia condujo a una situación en la que los tipos de interés bajaron sobre todo en Irlanda, Italia, España y Portugal, países cuyas tasas de inflación siguieron siendo relativamente altas. No deben exagerarse, sin embargo, las implicaciones de las diferencias regionales entre las tasas de inflación de la zona del euro. Aunque estas diferencias pusieron en peligro la viabilidad del compromiso cambiario en un sistema de tipos de cambio fijos pero ajustables, no tuvo ninguna implicación comparable en un sistema de moneda única.

Por otra parte, como ya no era posible modificar los tipos de cambio nominales para tener en cuenta cualquier variación de los precios relativos, el peso del ajuste se trasladó enteramente a los mercados de trabajo y de bienes. Era de suma importancia fomentar la flexibilidad de los salarios y de los precios internos en respuesta a la disminución de la competitividad dentro de la zona del euro.

**Gráfico 4**  
**Zona Euro: Brechas de Producción**  
**Período 1995 - 1999**  
**-En porcentajes-**



Fuente: BCE; OCDE.

### 1.2.3 Estados Unidos de América

Para evaluar las perspectivas de inflación, la Reserva Federal tuvo que examinar con detenimiento no sólo los indicadores tradicionales de los resultados económicos, sino también la situación de los mercados financieros. Dado que el PIB real creció un 3,9% en 1998, el aumento de la producción era constantemente superior a las estimaciones previas del nivel potencial y el desempleo estaba alcanzando su tasa más baja en casi 30 años, los responsables de la política

económica tuvieron en cuenta la posibilidad de que aumentaran las presiones inflacionistas. Por otra parte, la subida de los precios de los activos llevó a temer que estuviera desarrollándose una burbuja financiera, consideración que también justificaba el sesgo a adoptar una política más restrictiva. Sin embargo, al caer vertiginosamente los precios de los productos básicos a causa de la desaceleración mundial de la actividad económica y al apreciarse el dólar, las presiones inflacionistas continuaron siendo débiles, por lo que no se modificó la orientación de la política económica hasta el final del verano de 1999.

La crisis financiera rusa de mediados de agosto de aquel año provocó una considerable incertidumbre en los mercados financieros de Estados Unidos y otros países, lo que podía tener implicaciones importantes para la demanda interna y para las perspectivas de la inflación. Al reducir la riqueza de los hogares y elevar el costo del capital, el brusco descenso de los precios de las acciones frenó el gasto de consumo y de inversión. Por otra parte, los grandes márgenes de riesgo, el elevado grado de volatilidad y la disminución de la liquidez en muchos segmentos del mercado, aumentaron la probabilidad de que las instituciones financieras experimentaran considerables pérdidas y el riesgo de que se endurecieran las condiciones crediticias.

Para proteger la economía de estos efectos y prevenirse contra una recesión inesperadamente brusca, la Reserva Federal bajó los tipos de interés en septiembre, octubre y noviembre de 1999 en un total de 75 puntos básicos, hasta situarlos en el 4,75%. Tras la suavización de la política monetaria, mejoró la situación en los mercados financieros. Los precios de las acciones, que habían bajado un 19% entre mediados de julio y finales de agosto, se recuperaron, y a finales de marzo de 1999 habían subido un 34%. La política monetaria no se modificó posteriormente, al no existir indicios de que estuvieran aumentando las presiones inflacionistas, a pesar de que el crecimiento real continuaba siendo rápido y que seguía habiendo escasez de oferta de trabajo. Las grandes fluctuaciones de los precios de los activos financieros constituyen un reto para los responsables de la política monetaria. Las perturbaciones financieras provocan inmediatamente un brusco aumento del volumen de operaciones y de la volatilidad en los mercados,

así como una huida en busca de seguridad y liquidez. Sin embargo, dado que los cambios del clima de opinión reinante en los mercados financieros tardan en dejarse sentir en la actividad real y en las presiones inflacionistas, puede resultar difícil identificar a primera vista la verdadera magnitud de los efectos macroeconómicos y, por consiguiente, cabe que la política monetaria llegue a ser, sin quererlo, demasiado dura o demasiado suave.

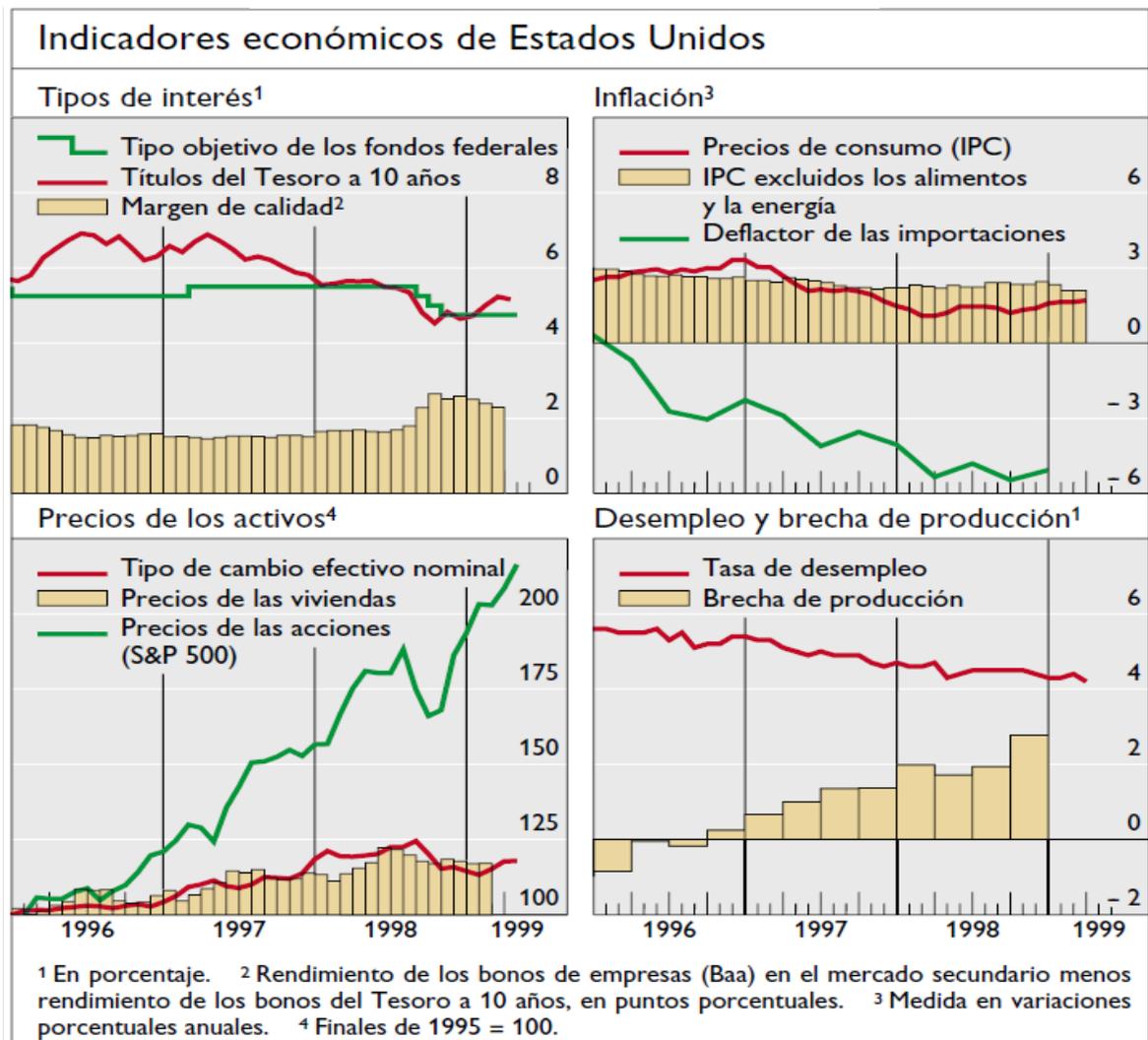
Así ocurrió en algunos países tras la vertiginosa caída de los precios de las acciones en octubre de 1987. Algunos bancos centrales optaron en ese momento por suavizar la política monetaria ante el temor de que los descensos de los precios de las acciones provocaran una desaceleración de la actividad económica. Sin embargo, retrospectivamente, se sobreestimó la repercusión de la caída de los precios de las acciones en la demanda agregada, y es posible que la suavización de la política monetaria contribuyera al aumento posterior tanto de la actividad productiva como de la inflación. Este episodio sugiere que, si bien conviene adoptar medidas monetarias cuando estalla una tormenta en el mercado, es importante reorientar la política monetaria y dar prioridad a la estabilidad de los precios internos una vez que vuelve la calma a los mercados.

### **1.2.3.1 La Crisis Subprime**

Desde la década de 1980 la industria financiera estadounidense sufrió una desregularización con Ronald Reagan y con el economista y presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan. Luego de esto en el período de 2001- 2007 los préstamos aumentaron más de un 600% y las calificadoras de riesgo pagadas por los bancos daban una nota de AAA en los créditos subprime (Los bancos de inversión incluso preferían las hipotecas subprime porque reportaban mayores intereses). Prácticamente se daban préstamos sobre el 99% del valor del inmueble, al parecer los analistas del mercado cobraban en función del volumen de negocio que generaban. Esto no podía sostenerse en el tiempo y a finales de 2008 estalló la crisis. El primer signo de la crisis fue la quiebra del cuarto banco de inversión Lehman Brothers, más adelante Merrill Lynch tuvo que ser adquirido por Bank of

América, AIG fue rescatada por el gobierno estadounidense. Como dato curioso en el año 2006 (previo a la crisis) fue el año de mayor concesión de hipotecas subprime y justo en ese año llegaba Ben Bernanke a la presidencia de la FED, a pesar de los alarmantes datos no se tomó ninguna medida.

**Gráfico 5**  
**USA: Indicadores Económicos**  
**Período 1995 - 1999**  
**-En porcentajes-**



Fuente: OCDE.

### 1.3 Marco Teórico

La ruptura del sistema Bretton Woods a principios de la década de los 70 dio paso al inicio de la flotación de todas las monedas, ante tal escenario, en un principio los países no definían su política monetaria. Anteriormente, los controles sobre los capitales hacía compatible el sistema con la fijación del tipo de cambio y políticas monetarias discrecionales, en los que tenía prioridad el impulso de la actividad económica en menoscabo de la disciplina inflacionaria.

Esta indisciplina más adelante ayudó a un escenario de altos procesos inflacionarios con shocks de oferta y al final fue necesaria la idea de reforzar la disciplina monetaria. En un primer escenario para cumplir con ésta disciplina se configuraron los agregados monetarios ya que eran controlables y predecibles, es decir; la mayoría de países establecieron objetivos de crecimiento de los agregados monetarios. Esto era posible claro está, con escenarios de política monetaria autónoma ya sea con tipos de cambio fijo que retenían controles de capitales o bien con economías de tipo de cambio flexible, este escenario permaneció así hasta mediados de los años ochenta.

Luego la desregulación de los mercados financieros, los procesos de innovación financiera, integración de los mercados de capitales y el avance tecnológico dieron paso a un pérdida progresiva de la demanda de dinero y terminó haciendo no viable el esquema de agregados monetarios. Estos procesos contribuyeron al final a reconfigurar una mayor discrecionalidad en la toma de decisiones de política monetaria.

Este aumento de la discrecionalidad al principio no generó mayores sobresaltos debido a la confianza generada por el descenso de la inflación; sin embargo, a partir del repunte de la inflación en la década de los noventa y la percepción de barreras a la reducción de la inflación. Por otra parte, otras economías rediseñaron sus estrategias monetarias y acotaron el componente discrecional mediante mecanismos diversos tales como la concesión de autonomía de los bancos centrales y el compromiso de la política monetaria con la estabilidad de precios.

“La necesidad de una ancla nominal se han discutido y hay dos amplias razones por las cuales hacer un mayor énfasis en la estabilidad de precios en el diseño de política monetaria: disminución en la confianza en políticas monetarias activas y una creciente preocupación sobre los efectos adversos de tasas de inflación aun consideradas como moderadas. Mientras que estos argumentos son válidos, ninguna de estas dos razones es absolutamente esencial para justificar el enfoque de un “Esquema de Metas de Inflación” como política. El argumento más fuerte es el de que un “Esquema de Metas de Inflación” puede ayudar a proveer un ancla nominal para la política monetaria. La conducción de la política monetaria sin una base nominal firmemente establecida es posible aunque riesgosa. Un compromiso efectivo con estabilidad de precios de largo plazo es simplemente esa ancla nominal, una meta inflacionaria comunica al público el nivel de precios que el banco central persigue como objetivo en fechas específicas en el futuro”<sup>2</sup>.

### **1.3.1 Política Monetaria y la Meta de Inflación**

En un marco de metas de inflación cualquier banco central incorpora el compromiso de utilizar los instrumentos para que, independientemente el nivel de inflación, la inflación proyectada (en un horizonte de tiempo determinado), se ubique en un nivel específico. Este compromiso orienta las expectativas de los agentes económicos y transforma la meta de inflación en el ancla nominal de la economía.

En ese marco, el objetivo de la política monetaria es la estabilidad de precios. Ahora bien, las presiones inflacionarias deben ir de la mano de movimientos en la actividad económica en la misma dirección. En otras palabras, no se pueden ignorar los efectos de la política monetaria en el corto y mediano plazo sobre la actividad económica.

Conscientes pues del hecho generador de estos fenómenos y de la audacia con que debemos abordar temas económicos y sociales tan complejos, sólo me queda hacer referencia a una cita: “... la buena política monetaria depende de que

---

<sup>2</sup> Inflación Targetin: Lessons from the International Experience. Ben S. Bernanke, Thomas Laubach, Frederick S. Mishkin y Adam S. Posen, año 2000.

reconozcamos lo mucho que no sabemos sobre el manejo del dinero” Sherman Maisel.

Una regla de política monetaria es el uso mecánico de un instrumento para alcanzar un objetivo predeterminado. Esto implica, que la autoridad monetaria deberá elegir un objetivo y modificar uno de sus instrumentos para alcanzar dicho objetivo. Una regla puede ser contingente o no-contingente. En el primero de los casos, la regla es contingente debido a que se activa cuando alguna de las variables endógenas de la economía experimenta un cambio inusual. Por otro lado, una regla no-contingente es aquella en la cual el banco central permite que uno de sus instrumentos varíe en forma independiente a la evolución del resto de variables macroeconómicas (**Hoover, D. Kevin. Cap 16, pags. 651-654**).

William Poole desarrollo una regla para guiar las acciones de los bancos centrales. El objetivo central de la regla de Poole consiste en minimizar la varianza de la producción observada con respecto a su nivel de pleno empleo; es decir, se busca que la economía permanezca cerca del nivel máximo de ocupación cuando ésta es afectada por diversos shocks, los cuales pueden provenir tanto del mercado de bienes como del financiero. Debido a que la economía experimenta esta diversidad de shocks, Poole asume que la autoridad monetaria opera con información imperfecta, lo cual es resultado del hecho que los mencionados shocks sólo pueden ser identificados *ex-post*. Poole aduce que cuando el shock proviene del mercado de dinero, el banco central debe fijar la tasa de interés, mientras que, si el shock se origina en el mercado de bienes, la autoridad monetaria debe adoptar una política de objetivo monetario (**Walsh, E. Carl. Cap 11, pags 511-529**).

La discrecionalidad en política monetaria significa, básicamente, que las autoridades tienen la libertad de modificar cualquiera de sus instrumentos para mitigar los efectos negativos de cualquier shock que afecte a la economía. Esto tiene la ventaja de evitar la rigidez de las reglas, las cuales carecen del necesario juicio de los gestores de la política monetaria. Dentro de la discrecionalidad es necesario que las autoridades puedan distinguir claramente entre un shock *permanente* y uno *transitorio*. Un shock permanente se corrige con acciones de política monetaria, mientras que uno transitorio sólo se financia o se permite que la

economía lo corrija con sus mecanismos de ajuste (**Walsh, E. Carl. Cap 7, pags. 269-275**).

La regla de Timbergen establece que a cada instrumento de política económica se le debe asignar solo un objetivo. Esto garantizaría la coherencia de la política pública, ya que se evitarían una posible contradicción generada cuando un instrumento tiene dos objetivos. En el caso específico de la gestión monetaria, la regla de Timbergen implica que la política monetaria sólo puede tener un ancla nominal, lo que garantiza su efectividad, ya que fomenta la transparencia y coadyuva a fortalecer la credibilidad de la misma (**Chacholiades, Miltiades. Cap 18, pags. 513-515**). Para resolver el problema de la asignación de los instrumentos de política económica a sus objetivos idóneos, el economista Robert Mundell propuso que a cada instrumento se le asigne el objetivo sobre el cual tiene una mayor influencia. A este procedimiento, Mundell lo llamó “*clasificación efectiva de los mercados*”. La regla de Timbergen y la clasificación de Mundell sientan las bases para elaborar una política económica ordenada y coherente, lo que ayuda a cimentar la credibilidad, estabilidad y transparencia de la misma (**Chacholiades, Miltiades. Cap 20, pags 563-580**).

La inflación es definida como “el alza general y sostenida del nivel general de precios” y es considerada un problema monetario, por lo que debe ser controlado a través de la disciplina monetaria (**Gordon, J. Robert. Cap 9, pags 265-301**).

Dentro del argot económico, se aduce que toda economía cuenta con “*inyecciones y filtraciones*”. Las primeras son estímulos que ingresan al circuito económico y promueven la producción y el empleo, mientras que las segundas son salidas de recursos de dicho circuito y merman la actividad económica (**Dornbusch, Rudiger and Fisher, Stanley. 1990. Cap. 9, pags 193-214**).

El ancla nominal, como se indicó, es la variable que el banco central toma como exógena y le fija un valor, para luego permitir que el resto de variables macroeconómicas y, por supuesto, sus instrumentos de política monetaria se ajusten endógenamente al valor elegido para el ancla nominal. La mayoría de bancos centrales modernos han adoptado a la tasa de inflación como ancla nominal, debido a que reduce los costos tanto macroeconómicos como sociales. En la

literatura económica, este esquema se conoce como “metas explícitas de inflación”, ya que el banco central elige una determinada meta de inflación y la anuncia al público (**Taylor, Christopher. Cap. 7 pags 131-144**).

La regla de Taylor es uno de los procedimientos operativos más utilizados en la actualidad por la mayoría de bancos centrales. Su origen se remonta a un estudio publicado por la Brookings Institution (**Bryant, Hooper and Mann. 1993. Cap. 2, pags. 93-120**), en la cual se analiza la función de reacción de diferentes bancos centrales que buscaban estabilizar tanto la inflación como la producción. Taylor primero analizó las desviaciones de la tasa de interés respecto de una tasa compatible con el pleno empleo –tasa natural- y se encontró que la mayoría de bancos centrales alteraban su tasa de interés en respuesta a cambios en la inflación y a modificaciones en la renta nominal.

La regla de política monetaria desarrollada por John B. Taylor (**1993, Pág. 195-214**), en la cual utilizó la tasa de interés de equilibrio ( $i^*$ ), la inflación corriente ( $infc$ ) y estableció una meta de inflación de dos para los Estados Unidos de América, que es la economía que él analizó. Además, incorporó la producción corriente ( $q$ ) respecto de la de pleno empleo ( $q^*$ ) para determinar la brecha del producto. El resultado es lo que en la literatura económica se conoce como “regla de Taylor”:

### Regla Original de Taylor

$$i^* = 2 + infc + \frac{1}{2}(infc-2) + \frac{1}{2}(q-q^*) \quad (1)$$

La ecuación precedente presenta la regla de Taylor original y fue utilizada para analizar la política del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América. Taylor adujo que cuando se amplía la brecha del producto, ( $q-q^*$ ), el banco central estadounidense reducía la tasa de interés, lo contrario ocurría cuando la brecha del producto se tornaba positiva. En el caso de la inflación, la Reserva Federal elevaba la tasa de interés cuando la inflación corriente era mayor que dos, la cual Taylor consideró que es la tasa de inflación meta de la autoridad monetaria de ese país y viceversa cuando la inflación corriente se situaba muy debajo de dos.

En el caso específico de Guatemala, la regla de política monetaria difiere operativamente, pero conceptualmente se sustenta en la regla de Taylor original. La regla que utiliza el Banco de Guatemala es:

$$i_t = A1i_{t-1} + (1-A1)(in_t) + A2((infc_{t+4}) - infc_{meta}) + A3(q_t - q^*) \quad (2)$$

Como se observa en la ecuación (2), el Banco de Guatemala utiliza  $i_t$  como la tasa líder o de política monetaria;  $i_{t-1}$  es la tasa de interés del periodo anterior;  $in_t$  es la tasa de interés neutral, es decir, la tasa de interés que prevalecería en el pleno empleo o estado estacionario de la economía nacional;  $infc_{t+4}$  es la inflación corriente esperada para cuatro periodos;  $infc_{meta}$  representa la meta de inflación que el banco central elige como ancla nominal;  $q$  y  $q^*$ , son el producto corriente y el producto potencial de pleno empleo; por último,  $A1$ ,  $A2$  y  $A3$  son los parámetros que el Banco de Guatemala asigna en el modelo macroeconómico semi-estructural para estimar tanto la inflación como la tasa líder que debería prevalecer de acuerdo a las condiciones económicas.

### 1.3.2 Reglas Monetarias versus Discrecionalidad en la Política Monetaria

En la actualidad está extendido el uso de reglas monetarias, sin embargo, no por eso es menos importante la discrecionalidad y sobre todo cuando ha habido un debate no reciente (desde 1936 se ha venido hablando del tema) acerca de una elección entre reglas y discreción.

En general el tema consiste en si debe haber una regla, es decir una fórmula que aplique el banco central o si debiera ser ésta más de carácter discrecional a la hora de aplicar una política. Básicamente las decisiones de política monetaria van acorde a una secuencia, si reconocemos esto y lo tomamos como norma, llegamos en si a tener una regla. Ahora bien si al contrario, cuando disponemos de muchos instrumentos o hay una gama de opciones que pueden ser utilizadas (no importa si son lo más adecuado o no) y de hecho hacemos uso de ellas indiscriminadamente, puede que alcancemos el objetivo o puede que no; pero en este caso lo más importante es que hubo discrecionalidad a la hora de aplicar la política monetaria.

Para poner un claro ejemplo de regla de política monetaria está el caso de la sugerencia monetarista de Milton Friedman, en lo que concierne a política monetaria, debe fijarse una tasa de crecimiento del dinero, una tasa anual constante, independientemente de otros eventos.

Una regla consiste en un mecanismo de respuesta y ajuste de un instrumento ante diversos entornos de la economía. Siendo así, este mecanismo recibe el nombre de reglas con retroalimentación, aunque también hay reglas fijas y estas consisten en políticas específicas que deben seguirse, prescindiendo de lo que ocurre en la economía. En la actualidad es muy raro esto, debido a que los mecanismos del mercado y las expectativas racionales son indicadores que ayudan a evaluar y retroalimentar los mecanismos y conllevan así a la obligatoriedad de ajustes a lo interno.

### **1.3.3 Diseño de una Regla Monetaria**

Las reglas monetarias pueden ser clasificadas en dos grupos: reglas instrumentales y reglas objetivo. Las reglas instrumentales son, en la actualidad, las más conocidas y quizás por esta razón es que automáticamente se asocia a la definición de reglas monetarias. Las reglas instrumentales definen la trayectoria deseada del instrumento por medio de una función predeterminada de información pasada, proyectada o combinación de ambas; mientras que, las reglas objetivo consideran que el minimizar una función de pérdida social, es decir trazar el objetivo y su nivel realizado, estará definiendo su política monetaria un banco central. Para el diseño es necesario ante todo elegir el objetivo de política y en consecuencia el instrumento para alcanzar dicho objetivo, igualmente es indispensable contar con una función de ambos elementos que incorporen cambios posibles en las preferencias (expectativas racionales) del público o en la economía.

### **1.3.4 Elección de la Variable Objetivo**

Es uno de los aspectos primordiales de discusión para el diseño de una regla. Existen tres variables que pueden escogerse como objetivo: una variable híbrida

que correlacione la discrepancia entre la inflación objetivo y su nivel observado, la tasa de crecimiento del PIB nominal y la inflación.

La variable más utilizada en los últimos años ha sido la inflación, para nadie es un secreto que un esquema de metas de inflación permite a los bancos centrales concentrarse en su objetivo desde una perspectiva de largo plazo y evitar presiones políticas que puedan traducirse en presiones inflacionarias.

Hay tres razones básicas por las cuales los bancos centrales prefieren la inflación como objetivo: Primero, aunque la política monetaria suele tener efectos sobre el producto en el corto plazo, para los bancos centrales es preferible concentrarse en la inflación que si puede ser afectada por sus políticas en el largo plazo. En segundo lugar, existe la ventaja de comunicación con el público cuando la variable inflación es considerada como objetivo. Por último, la media del PIB potencial y por ende de la brecha productiva requiere de mucha más información estadística oportuna, hecho que se dificulta debido a las circunstancias actuales.

### **1.3.5 Elección de la Variable Instrumento**

Otro aspecto igualmente importante es la elección del instrumento a través del cual se canalizará la regla. Actualmente, la tasa de interés es uno de los instrumentos más comunes de política monetaria. Una hipótesis para este hecho es que el sistema financiero rechaza la variabilidad de las tasas de interés y el uso de la emisión primaria como instrumento conduce a una mayor variabilidad de éstas.

### **1.3.6 Aspectos Conceptuales Acerca de la Regla de Taylor en Política Monetaria**

En 1993 el economista norteamericano John B. Taylor realizó una investigación en la que el resultado fue una estimación de un modelo econométrico con expectativas racionales. La Regla de Taylor básicamente consiste en que el banco central según el comportamiento de la economía, estipula una tasa de interés de corto plazo en el mercado de dinero, con el fin de incidir en la demanda agregada en el corto plazo y que ésta vaya acorde con el objetivo de inflación.

En Guatemala a partir del año 2005 se estableció la tasa parámetro que es una variación y adaptación a la economía guatemalteca de la Regla de Taylor, para su diseño se toma en cuenta la tasa de interés promedio ponderado tanto activa como pasiva del sistema bancario, el ritmo inflacionario, la inflación esperada (expectativas) y el índice de crecimiento de la economía.

“La Regla de Taylor se enfoca en la tasa de corto plazo como una función de la desviación de la inflación de la meta inflacionaria y la desviación del Producto Interno Bruto potencial (**según Judo y Rudebusch, 1999**). Esta regla asume que el objetivo de los hacedores de política monetaria, es estabilizar la producción y los precios, por lo que a través de modificar la tasa de interés de corto plazo se puede influir en el PIB y en la inflación”<sup>3</sup>.

El nacimiento del Esquema de Metas Explícitas de Inflación se da por el desencanto con el esquema de metas monetarias, una firme convicción de los beneficios de una inflación baja y estable y el convencimiento de que la inflación es dañina para la economía y la sociedad. Por otra parte, evitar que los bancos centrales implementen políticas monetarias inconsistentemente dinámicas, condujo a la búsqueda de un ancla nominal eficiente, eficaz y sostenible. Muchos bancos centrales optaron por adoptar la tasa de inflación como ancla nominal, ya que esto restringiría la discrecionalidad de la autoridad monetaria y, por lo tanto, evitaría que ésta incurriera en la inconsistencia dinámica mencionada. Esta elección, además, ayudó a anclar las expectativas de los agentes económicos, lo que facilita la toma de decisiones en materia de consumo, ahorro, inversión, empleo, precios y salarios.

“El uso de la tasa de inflación como ancla nominal, asimismo, otorgaba cierta libertad al banco central para responder adecuadamente a shocks exógenos, sin que esto implicara que pudiesen abandonar su objetivo de alcanzar y mantener una inflación baja y estable. Esto significa que el Esquema de Metas Explícitas de Inflación se convertía de facto en un esquema monetario de discreción restringida. El primer país en adoptar el Esquema de Metas Explícitas de Inflación fue Nueva

---

<sup>3</sup> Tesis de Marvin Alejandro Díaz Castillo, Aplicación de la Regla de Taylor a la Política Monetaria en Guatemala, Universidad Rafael Landívar, mayo de 2003.

Zelanda, cuyo banco central logró reducir la inflación de 17% en 1985 a 5% en 1989. El éxito en el combate a la inflación indujo al parlamento de ese país a emitir -el uno de febrero de 1990- el acta del nuevo Banco de Reserva de Nueva Zelanda, con la cual se otorgaba total autonomía a dicho banco central. Lo implementado en Nueva Zelanda fue imitado por Chile en enero de 1991; por Canadá en febrero de 1991; Israel en enero de 1992; el Reino Unido en octubre de 1992; Suecia en enero de 1993; y Finlandia en febrero de 1993.

Este esquema continuó evolucionando y se comprendió que para anclar efectivamente las expectativas del público y, por ende, para fortalecer la credibilidad de la gestión monetaria, era necesario fomentar la transparencia de las actividades del banco central, lo que permitiría un mejor monitoreo de la evolución de la política monetaria. Esto implica una comunicación mucho más fluida y directa entre los agentes económicos y la autoridad monetaria. Para el efecto, los bancos centrales -que regían su gestión monetaria bajo este esquema- iniciaron la publicación de reportes de inflación y se perfeccionaron los procesos de rendición de cuentas de los resultados de la política monetaria”<sup>4</sup>.

## **1.4 Metodología**

### **1.4.1 Objetivo General**

Determinar las causas que provocan las reglas de rigidez en la política monetaria guatemalteca y cómo afectan el buen funcionamiento del ancla nominal; evidenciar el diseño, implementación y evolución de la política monetaria en Guatemala, y su impacto en la estructura financiera nacional.

### **1.4.2 Objetivos Especificos**

1. Evaluar cómo ha sido la gestión de la política monetaria durante las dos últimas décadas;
2. Determinar como las reglas de rigidez aplicadas en el ancla nominal afectan la política monetaria;

---

<sup>4</sup> Ibidem. Tesis de Marvin Alejandro Díaz Castillo.

3. Evaluar el análisis de la fórmula del ancla nominal actual y su importancia;
4. Determinar el pecado original de la política monetaria guatemalteca y el efecto negativo que representa en el grado de autonomía e independencia de dicha política.
5. Proponer mecanismos que refuercen el ancla nominal para que Guatemala este en sintonía con la actualidad mundial en materia de gestión de la política monetaria.
6. Determinar un análisis de la Política Monetaria en el enfoque económico Eficiencia versus Equidad.

### **1.4.3 Justificación de la investigación**

En la economía guatemalteca existe un desfase en la gestión monetaria, la cual, en gran parte, aún se sustenta en los antiguos lineamientos emanados de Bretton Woods, los cuales buscaban reestablecer la estabilidad monetaria y financiera devastados por la gran depresión de los años treinta y de la segunda guerra mundial. Es interesante que los preceptos en materia de política monetaria adoptados luego de la conferencia de Bretton Woods, en la actualidad son distorsionantes y, en muchos casos, inefectivos, ya que la estructura monetaria y financiera para los cuales fueron propuestos son diametralmente diferentes a las generadas por la globalización actual.

Hoy en día, el mayor papel que juegan las expectativas de los agentes ha inducido a las autoridades monetarias a la búsqueda de un esquema que coadyuve a “anclar las expectativas inflacionarias”, es decir, a tratar de que los agentes económicos logren alinear sus expectativas con la gestión monetaria, por lo que la política monetaria se torna mucho más efectiva y eficiente.

En lo externo, como se mencionó, existe una gran movilidad de capitales como resultado de los avances tecnológicos en materia de computación, lo que propicia la transferencia de recursos financieros en tiempo real. Esto hace difícil que un banco central pueda determinar con certeza una cantidad de dinero específica. Además, la gran variedad de instrumentos financieros que han aparecido en los mercados han propiciado una gran variabilidad de la demanda de dinero, lo que dificulta una política monetaria sustentada en variables cuantitativas.

Derivado de lo anterior, los bancos centrales han optado por esquemas de política monetaria que promuevan la credibilidad, la transparencia y la rendición de cuentas, tanto con el público como con las autoridades políticas. En ese sentido, el primer paso lógico ha sido la elección de un ancla nominal sustentable, eficiente y entendible por el público. El ancla nominal, como se indicó, es la variable que el banco central toma como exógena y le fija un valor, para luego permitir que el resto de variables macroeconómicas y, por supuesto, sus instrumentos de política monetaria se ajusten endógenamente al valor elegido para el ancla nominal.

En ese contexto, la mayoría de bancos centrales modernos han adoptado a la tasa de inflación como ancla nominal, debido a que reduce los costos tanto macroeconómicos como sociales. Es importante mencionar que, en muchos países en desarrollo como el nuestro, los bancos centrales han optado por un rango-meta para la tasa de inflación, ya que estos países están mucho más expuestos a shocks exógenos de oferta que hacen difícil que se cumpla con una meta puntual.

Con base en lo expresado, el presente trabajo de tesis propondrá una actualización en el uso de métodos modernos de política monetaria para apuntalar una gestión monetaria del Banco de Guatemala que sea efectiva y eficiente dentro del actual contexto económico mundial.

#### **1.4.4 Identificación del Problema**

Guatemala se ha rezagado en actualizar el uso de métodos modernos de política monetaria para apuntalar la gestión de la política monetaria del Banco de Guatemala. Durante las últimas dos décadas la economía mundial ha experimentado dramáticas transformaciones. Estas han sido propiciadas por el “proceso de globalización”, el cual ha llevado a una mayor integración e interacción de las diversas economías del mundo, incluyendo, por supuesto, la de Guatemala. En efecto, la globalización ha inducido cambios en los flujos de bienes y servicios, en la estructura de los mercados de trabajo y en la movilidad de capitales. Esto ha provocado cambios sustanciales en las economías del mundo, cuyas autoridades

han tenido que modificar los paradigmas que sustentan sus políticas económicas para responder adecuadamente a los retos de la globalización.

Dentro de los cambios requeridos en la gestión económica gubernamental, la política monetaria reviste particular importancia, ya que el entorno financiero, tanto interno como externo, se ha vuelto mucho más volátil, por lo que para fortalecer su eficacia y eficiencia se deben adoptar acciones sustentadas en el uso de instrumentos modernos.

#### **1.4.5 Definición del Problema**

Las reglas de rigidez en el ancla nominal actual (tasa de inflación) para la gestión de la política monetaria, se analizarán por medio de un estudio teórico matemático en Guatemala, para el periodo 2000-2020.

#### **1.4.6 Hipótesis**

Las reglas de rigidez utilizadas en el ancla nominal por el Banco de Guatemala no han facilitado un avance en la gestión de la política monetaria.

#### **1.4.7 Métodos y Técnicas**

##### **1.4.7.1 Método**

El método que se aplicará para llevar a cabo la presente investigación será el método científico y para ello se cubrirán las tres fases del mismo.

En la fase indagadora se iniciará por la observación de los sucesos que han acaecido en la gestión de la política monetaria derivado de la utilización de reglas de rigidez en la tasa de inflación como ancla nominal en Guatemala, para el periodo de 2000-2020; a la vez se recolectará datos de los mismos sucesos.

En la fase demostrativa, las reglas de rigidez en el ancla nominal actual (tasa de inflación) para la gestión de la política monetaria serán analizadas por medio de un estudio teórico matemático en Guatemala, para el periodo 2000-2020; con la hipótesis de que las reglas de rigidez utilizadas en el ancla nominal por el Banco de Guatemala no han facilitado un avance en la gestión de la política monetaria.

Finalmente, en la fase expositiva se darán a conocer los resultados del estudio de tesis y las conclusiones y recomendaciones derivadas de dicho estudio.

#### **1.4.7.2 Técnicas**

Las técnicas que se utilizaron para esta investigación fue la consulta en libros especializados de política económica y en reportes del Banco de Guatemala y luego el análisis de los mismos.

## Capítulo II

### El Colapso de Bretton Woods y la Nueva Era de la Globalización

#### 2.1 Los Inicios

La implementación de los principios de Bretton Woods creó las condiciones idóneas para la reconstrucción de la infraestructura tanto económica como física en los países devastados por la guerra. Esto propició un nuevo auge del crecimiento económico y, por ende, la recuperación y aumento del comercio internacional, todo en un ambiente de estabilidad macroeconómica. Sin embargo, la fortaleza del crecimiento económico y el incremento del comercio internacional serían los factores que evidenciaron las rigideces del sistema y que terminarían generando el colapso del mismo.

La rigidez más importante fue la insuficiente creación de liquidez internacional. Este problema fue generado por el uso del dólar estadounidense como moneda de reserva e intervención en los mercados. La fortaleza del comercio requería de cantidades cada vez mayores de esta moneda, lo cual sólo podría darse si Estados Unidos de América incurrieran en déficit comerciales crecientes, tal como efectivamente sucedió. La posición deudora de este país, generó el problema de falta de confianza en el dólar, ya que se esperaba una futura devaluación de dicha moneda, lo que propició pérdidas ostensibles para los que mantuvieran esa moneda en sus portafolios.

La necesidad de déficit comerciales estadounidenses para aumentar la liquidez mundial y la consiguiente pérdida de confianza en esta divisa generó lo que luego se conoció como “el dilema de Triffin”, debido a que Robert Triffin fue el economista que advirtió que dicha política llevaría al colapso del sistema de Bretton Woods.

Hay que hacer notar que cuando se fundó el FMI en 1945 un caos financiero reinaba en Europa. Los principales objetivos del FMI eran: a) crear y movilizar la liquidez internacional mediante los Derechos Especiales de Giro y, b) asegurar la estabilidad en los tipos de cambio.

### Cuadro 3 Colapso del Sistema Bretton Woods

- Desequilibrios de la balanza de pagos de los Estados Unidos y pérdida del oro
- Suspensión de la convertibilidad del dólar al oro (1971)
- Acuerdo Smithsoniano
- Libre flotación de las principales monedas y tipos de cambio fijos en los países periféricos.

Elaboración propia.

“Así, en la búsqueda de resolver la depresión económica europea de la posguerra de manera conveniente a los intereses de Estados Unidos y de contener lo que se suponía el enorme peligro del avance del socialismo soviético sobre Europa, Estados Unidos emprendió la iniciativa regional mayúscula, el Plan Marshall, que comenzó en abril de 1948. En este caso en lugar de continuar uno a uno con Estados Unidos o el FMI, 16 países europeos formaron la Organización para la Cooperación Económica Europea (OCEE), con su propio secretario para coordinar la asistencia estadounidense hacia Europa Occidental en su conjunto. El mecanismo que se siguió mediante el Plan Marshall fue la formación de la Unión Europea de Pagos en septiembre de 1950. Con esta asistencia cada país europeo fijó firmemente su tipo de cambio respecto al dólar norteamericano junto con un completo equilibrio multilateral de los pagos intra-europeos por importaciones y exportaciones. El establecimiento de este organismo fue notorio durante la década de los años cincuenta, debido a una crisis de tipo inflacionario y de problemas de balanza de pagos, especialmente en países subdesarrollados y fue mediante esta función que les otorgaron financiamiento. Pero sobre todo que se buscaba, que esta ayuda dada por el organismo, auspiciada por Estados Unidos de América mediante ciertas políticas de estabilización y que su principal objetivo era una mayor apertura externa y ajustes de su política económica. En realidad, la creación del FMI no alteraba substancialmente los mecanismos de creación de dinero internacional, como hasta ahora, sino que sólo los complementaba para evitar la falta de liquidez internacional”<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> El FMI y la crisis global. Martín Peña González. Tesis previa a obtener el título de licenciado en economía, Universidad Autónoma de México. D.F. septiembre de 2001.

Como ya se expresó en los antecedentes, el cuantioso déficit comercial de Estados Unidos de América, especialmente con Japón, Alemania y Francia, indujo a que estos países empezarán a reclamar la conversión de sus reservas monetarias denominadas en dólares estadounidenses en oro. Sin embargo, fue el primer ministro de Francia, Charles de Gaulle, quien explicitó formalmente este requerimiento, ya que los acuerdos de Bretton Woods avalaban dicha conversión. El argumento del estadista francés era que el resto del mundo estaba financiando tanto el alto nivel de consumo estadounidense como la participación de los Estados Unidos de América en la guerra de Vietnam.

El problema terminó el 15 de agosto de 1971 cuando el presidente estadounidense Richard Nixon decidió eliminar la convertibilidad del dólar al oro. Esto mitigó las presiones internacionales para devaluar el dólar. Con posteridad, se llevó a cabo una nueva reunión en Kingstown, Jamaica, en la cual se acordó que cada país era totalmente libre de elegir el sistema cambiario que se ajustase a sus conveniencias, lo cual derivó en la flotación de las principales monedas del mundo en los mercados internacionales. Sin embargo, las principales monedas europeas decidieron fijar entre sí sus monedas y dejarlas flotar frente al dólar, lo que propició un desorden en los mercados de dinero, por lo que decidieron crear una banda de fluctuación con el 2.5% en los límites tanto inferior como superior, a este experimento se le conoce como “la serpiente en el túnel”.

De esta forma iniciaba la era de flotación sucia o controlada y la moneda de intervención continuó siendo el dólar de Estados Unidos de América. Esto implicó que, formalmente la era de Bretton Woods llegara a su fin; sin embargo, muchos países, incluyendo a Guatemala, continuaron *De Facto* con muchas prácticas de dicho esquema monetario internacional.

La nueva era de flotación implicó, necesariamente, la elección de una nueva *ancla nominal* que sustituyese al tipo de cambio, el cual fungió durante la era de Bretton Woods. Al respecto, la mayoría de países aceptó la propuesta de Milton Friedman, profesor de la universidad de Chicago y ganador del Premio Nobel, la cual consistía en utilizar la oferta monetaria como nueva *ancla nominal*.

La propuesta de Friedman se sustentaba en la Teoría Cuantitativa del Dinero, por lo que él arguyó que debido a que la velocidad de circulación del dinero era estable, no fija, la relación entre crecimiento del dinero y la inflación era muy estrecha. En ese sentido, Friedman propuso que la oferta monetaria debería crecer constantemente cada año para propiciar tasa de inflación constante. Cabe indicar que, Friedman propuso un crecimiento de la oferta monetaria de 5% para los Estados Unidos de América, mientras que otros países como Alemania y Reino Unido también adoptaron la propuesta de Friedman y la implementaron durante la década de los ochentas del siglo pasado.

Otro factor que incidió en el colapso de Bretton Woods consistió en que los países que continuaron bajo el esquema de tipo de cambio estables, entre ellos Guatemala, empezaron a orientar sus políticas monetarias y fiscales hacia objetivos internos, especialmente hacia aumentar el empleo y la producción doméstica.

La búsqueda de objetivos internos era totalmente incompatible con el sistema de tipo de cambio estable, el cual requiere de disciplina fiscal y monetaria. En muchos países se empezó a monetizar el déficit fiscal y a expandir la oferta monetaria interna con el fin de incentivar el consumo, la producción y el empleo internos.

Cabe puntualizar que, como indica el Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos, cuando la oferta de dinero es superior a la demanda de éste, el excedente se destinara al consumo de bienes externos, es decir, aumentarán las importaciones y, como sucedió, se generó un “déficit externo crónico”.

La persistencia de desequilibrios externos se tradujo en un drenaje continuo de las Reservas Monetarias Internacionales (RMI), hasta que muchos países se vieron impotentes de defender la paridad de su moneda con el dólar estadounidense. La insuficiencia de RMI generada por la indisciplina macroeconómica y la deficiente creación de liquidez internacional inherente al sistema de Bretton Woods, obligaron a muchos países a dejar que sus monedas flotaran, a pesar del esfuerzo del Fondo Monetario Internacional para rescatar al sistema con la creación de los Derechos

Especiales de Giro (DEG), lo que buscaba suplir la deficiente creación de liquidez del sistema.

Los DEG fueron creados como un activo de reserva y reflejaron la participación de los principales países en el comercio mundial, lo que nuevamente favoreció a los Estados Unidos de América. Además, fueron distribuidos con base a las cuotas de suscripción de cada país con el FMI, lo cual también favoreció a la economía estadounidense. Esto propició un bajo nivel de convertibilidad de dicho activo de reserva.

Lo mencionado propició que una proporción significativa de países tanto desarrollados como en desarrollo optasen por dejar flotar sus monedas y abandonar la mayoría de postulados de Bretton Woods. En Guatemala, el banco central se vio obligado a permitir la flotación del quetzal en 1990 y la inflación estuvo cerca del 60%.

El derrumbe del sistema de Bretton Woods, el ascenso de Ronald Reagan y los cambios en Europa del Este, fueron los principales factores que impulsaron el proceso de globalización de la economía mundial. En efecto, la desregulación tanto del mercado financiero como del comercio internacional derivó en una mayor integración e interacción de los mercados.

La globalización estuvo, apuntalada por las innovaciones financieras y el desarrollo en nuevos métodos de informática que facilitaron las transacciones en tiempo real. De esta forma se facilitó las transferencias financieras entre mercados tan distantes como Nueva York y Tokio en cuestión de segundos. Asimismo, los desarrollos en materia de informática y telecomunicaciones permitieron un más rápido flujo de información hacia y desde los mercados. El público contó con más y mejor información para tomar decisiones, lo que también fomentó la educación en materia económica y financiera.

La mayor disponibilidad de información y mejor educación en materia económica se tradujo en un papel más preponderante de las expectativas de los agentes económicos. En efecto, los agentes económicos, desde esa época, dan una mayor importancia a la trayectoria prevista de las diversas variables macroeconómicas y

toman decisiones de empleo, producción, inversión, consumo, ahorro, salarios, etc., con base a las expectativas, las cuales se forman con base a la información que ha fluido hacia el mercado.

Uno de los factores más relevantes dentro del proceso de globalización es la alta movilidad de capitales, tal como se mencionó, la facilidad de transferir fondos en tiempo real entre mercados geográficamente distantes, fue un resultado no sólo de los desarrollos en materia de telecomunicaciones, sino también por la creación de nuevos activos financieros que abrieron innovadoras formas de asumir riesgo.

La alta movilidad de capitales y la innovación financiera tuvieron un impacto significativo sobre la efectividad de la política monetaria. En efecto, durante la década del año 1970, del siglo pasado, el paradigma imperante era, como se mencionó, la política de crecimiento constante de los agregados monetarios, propuesta enarbolada por Milton Friedman, la cual requería que la velocidad de circulación del dinero fuera estable. Esto implica que la demanda de dinero también era estable, ya que la inversa de la velocidad de circulación del dinero es igual a la demanda monetaria.

El ingreso y la salida de capitales, así como las transacciones con nuevos y novedosos productos financieros produjeron una considerable inestabilidad de la demanda de dinero, por lo que la política monetaria de crecimiento constante de los agregados monetarios perdió su eficacia, ya que la relación entre inflación y dinero se tornó también inestable. Esto fomentó la implementación de una política monetaria discrecional, es decir, que la autoridad monetaria podía aumentar o reducir la cantidad de dinero cuando considerase necesario.

Durante la década de 1980, la implementación de la política monetaria discrecional se caracterizó por una orientación inflacionaria. En efecto, la mayoría de países con gestión monetaria discrecional experimentaron un creciente aumento en el nivel general de precios. El *sesgo inflacionario* motivo un nuevo debate relacionado con las ventajas o desventajas entre las reglas de política monetaria y la discrecionalidad en ésta.

## 2.2 El Papel del Banco de Guatemala en la Economía Guatemalteca

El banco central o Banco de Guatemala, como se le conoce, fundado en 1945 y su ley orgánica le define como “una institución autónoma, descentralizada, con patrimonio propio y con plena capacidad para adquirir derechos y obligaciones”. Su objetivo fundamental es “contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios”. Esto está definido en su Ley Orgánica, en el Decreto 16-2002, mediante el cual se reformó la Ley Orgánica del Banco de Guatemala. Asimismo, el mencionado decreto fortalece la autonomía del banco central, a fin de que éste esté en condiciones financieras, legales y operativas para definir y alzar la meta de inflación. La inflación es definida como “el alza general y sostenida del nivel general de precios” y es considerada un problema monetario, por lo que debe ser controlado a través de la disciplina monetaria. La institucionalidad del Banco de Guatemala es de suma trascendencia a nivel nacional y en sus funciones está el ser el único emisor de la moneda nacional, lo que se conoce como “**señoreaje**” es una parte importante definida en su ley orgánica, aparte de mantener un adecuado nivel de liquidez en la economía, procurar el buen funcionamiento del sistema de pagos y administrar las reservas monetarias internacionales del país.

Otra de las funciones que realiza el banco central es el encaje bancario que es un instrumento importante para moderar la liquidez y que sirve de garantía para los depósitos que los bancos comerciales mantienen en el banco central. Otra función que evidencia el papel determinante del banco central son los mecanismos que utiliza para moderar la liquidez, si bien el encaje es un mecanismo directo hay otros mecanismos indirectos pero que son por excelencia los que mejor cumplen ese objetivo. A estos instrumentos se les denomina operaciones de estabilización monetaria y son instrumentos indirectos que al ser captados por el banco central moderan la liquidez de la economía y permiten mantener nivel adecuado de liquidez en la economía, en el entendido que la inflación es un fenómeno monetario.

Aparte de éstas funciones, el Banco de Guatemala ejerce la función de consejero y agente financiero del Estado y emite opinión en cuanto el Organismo Ejecutivo tenga el propósito de realizar operaciones crediticias en el extranjero o cuando se gestionen préstamos en el exterior. Otra función es la de prestamista de última instancia, papel que el Banco de Guatemala cumple por la facultad que tiene de poder otorgar créditos a los bancos del sistema, únicamente para solventar problemas de liquidez temporales.

Por último, la máxima autoridad del banco central es la Junta Monetaria, quien determina y evalúa la política monetaria, cambiaria y crediticia del país; asimismo, vela por la solvencia del sistema bancario, reglamenta la cámara de compensación bancaria y todos los aspectos relativos al encaje bancario y depósito legal. La importancia de la Junta Monetaria radica en las decisiones económicas, monetarias y financieras que aplican al Sistema Financiero Nacional y al banco central e inciden en la política monetaria, cambiaria y crediticia, es por lo tanto de suma importancia que las decisiones sean las más técnicas y coherentes con la economía nacional sin intereses partidarios, políticos o económicos de por medio.

### **2.3 Reglas de Política Monetaria**

Una regla de política monetaria es el uso mecánico de un instrumento para alcanzar un objetivo predeterminado. Esto implica, que la autoridad monetaria deberá elegir un objetivo y modificar uno de sus instrumentos para alcanzar dicho objetivo. Una regla puede ser contingente o no-contingente. Aunque la mayoría de economías en Latinoamérica mantienen tipo de cambio flexible en esquemas de metas de inflación (Brasil, Chile, Colombia y México), con algunas diferencias, el tipo de cambio fijo ha quedado casi relegado y posiblemente también por los efectos adversos sufridos por algunas economías bajo estos esquemas, tal como “**el efecto tequila**” o “**la crisis de los tigres asiáticos**”. Otros países también asumen el mismo esquema pero con un fuerte compromiso a que la tasa de inflación no caera más allá de cierto objetivo, tal como Perú y Uruguay, la diferencia entre el primer grupo y estos países es que los primeros no están dolarizados, otros casos

extremos son los casos de Ecuador y El Salvador (economías dolarizadas). Tal como lo señala **Calvo (2000)**, una diferencia notable entre las economías desarrolladas y las emergentes radica en la importancia en la estructura de pasivos y la relación entre el régimen cambiario y la fragilidad financiera. Quizá la característica más distintiva entre las economías emergentes y desarrolladas es el hecho de que las primeras no pueden suavizar los efectos de cambios súbitos en sus necesidades de desarrollo externo. Una restricción más importante es el hecho que en economías con altos niveles de dolarización de pasivos, el canal de hoja de balance (balance-sheet channel) domina al canal tradicional de las tasas de interés sobre la demanda agregada.

**Cuadro 4**  
**Volatilidad de la Tasa de Interés y el Tipo de Cambio**  
**Año**  
**-En porcentajes-**

Régimen cambiario	Probabilidad de que la depreciación nominal mensual caiga dentro de las bandas:		Probabilidad de que la depreciación nominal mensual caiga dentro de las bandas:	
	+/-1%	+/-2.5%	+/-25 bps	+/-50 bps
Flotación	51.7	79.3	33.3	46.7
Flotación administrada	60.1	87.5	36.3	49.4
Flexibilidad Limitada	64.6	92.0	47.5	68.7
Fijo	83.1	95.9	52.3	69.3
Memo:				
Estados Unidos	26.8	58.7	59.7	80.7
Japón	33.8	61.2	67.9	86.4
Perú	45.2	71.4	24.8	32.3
Uruguay	22.7	92.0	2.7	8.0

Fuente: Calvo y Reinhart (2000)

Como se muestra en el cuadro 4, en la medida que nos movemos a un régimen cambiario fijo, las tasas de interés son más volátiles que los tipos de cambio, sugiriendo que es mucho más costoso flotar libremente que aceptar alzas en las tasas de interés<sup>6</sup>.

Las bondades de un esquema de metas explícitas de inflación es deseable, pero no resuelve problemas de economías con pasivos dolarizados. Las metas intermedias brindan información de muy corto plazo, es decir, indican si se deben

<sup>6</sup> Reglas de política monetaria para economías financieramente vulnerables. Eduardo Morón P., Diego Winkelried Q. Banco de Reserva del Perú.

modificar las metas operativas y, por ende, el uso previsto de los instrumentos de la gestión monetaria. Entre las metas intermedias más utilizadas por los bancos centrales modernos, entre otras, se destacan: el tipo de cambio, el crecimiento del PIB trimestral, los principales índices internacionales de materias primas (comodities), el crecimiento mensual y trimestral de la base monetaria y, especialmente, el comportamiento de la inflación mensual.

Una política sistemática, o la ventaja de comprometerse a seguir una regla es que se puede evitar la ineficiencia asociada con el problema de inconsistencia temporal que surge cuando la política es formulada de manera discrecional, a la vez que permite a los encargados de toma de decisiones comunicar y explicar sus acciones de política más efectivamente (***Notas monetarias No. 107, enero – febrero 2011***).

### **2.3.1 Reglas versus Discreción en Política Monetaria**

“El debate entre reglas y discrecionalidad cobra fuerza en la década de los setenta a raíz de los desarrollos teóricos de corrientes como el Monetarismo y la Nueva Economía Clásica que defienden el uso de reglas en contra de las políticas discrecionales del Modelo Keynesiano ortodoxo” (***Las reglas monetarias desde una perspectiva histórica: reflexiones para la economía mexicana. Josefina León León. Economía Informa No. 377, noviembre – diciembre 2012***).

La estabilidad de precios (objetivo inflación) se convirtió en los últimos años en un objetivo primordial de los bancos centrales, en el entendido que esto coadyuvará en el tiempo a la tasa de crecimiento del producto y la generación de empleo. La política monetaria cobra relevancia en un esquema de metas explícitas de inflación y un tipo de cambio flexible. “Los defensores del uso de reglas destacan la posibilidad de incorporar reglas, dividiéndolas así: a) Reglas fijas: aquellas que consisten en políticas específicas que deben seguirse prescindiendo de lo que ocurra en la economía; y, b) Reglas con retroalimentación: permiten cambiar las políticas según las variables de la economía, pero de conformidad a una fórmula preestablecida”. (***Las reglas monetarias desde una perspectiva histórica:***

***reflexiones para la economía mexicana. Josefina León León. Economía Informa No. 377, noviembre – diciembre 2012).***

Definitivamente las reglas posibilitan el cumplimiento de ciertos objetivos y dan certeza a las acciones de política monetaria y esto es un escenario ideal para el impacto y certeza que pueda tener la política monetaria en alcanzar su objetivo.

### **2.3.1.1 Reglas**

Una regla de política monetaria es el uso mecánico de un instrumento para alcanzar un objetivo pre-determinado. Esto implica que la autoridad monetaria deberá elegir un objetivo y modificar uno de sus instrumentos para alcanzar dicho objetivo.

Una regla puede ser contingente o no-contingente. En el primero de los casos, la regla es contingente debido a que se activa cuando alguna de las variables endógenas de la economía experimenta un cambio inusual. El ejemplo más ilustrativo lo constituye la regla cambiaria del Banco de Guatemala, la cual se activa únicamente cuando el tipo de cambio quetzal por dólar de Estados Unidos de América experimenta una alta volatilidad, lo que induce al banco central a comprar o vender dólares estadounidenses en el mercado. Por otro lado, una regla no-contingente es aquella en la cual el banco central permite que uno de sus instrumentos varíe en forma independiente a la evolución del resto de variables macroeconómicas. En este caso, la regla de Friedman, mencionada anteriormente, tipifica a una regla no-contingente, ya que la autoridad monetaria deja que la base monetaria, o el agregado monetario, crezca un determinado porcentaje para alcanzar una tasa de inflación baja y estable.

Los partidarios de la implementación de reglas aducen que éstas tienen la ventaja de propiciar una mayor y mejor comunicación del banco central con los agentes económicos, lo que facilita la comunicación y explicación de los procedimientos y objetivos de la gestión monetaria. Esto coadyuva a una mejor monitoreo de las acciones de la autoridad monetaria, lo que redundará en un aumento de la credibilidad de la política monetaria. Además, la predictibilidad de las acciones

del banco central facilita los pronósticos de las principales variables monetarias; por parte de consumidores, productores, banqueros, etc., lo que fortalece la certeza y, por ende, la efectividad de la política monetaria.

### **2.3.1.2 La Regla de Poole**

De acuerdo con las condiciones macroeconómicas, William Poole desarrolló una regla para guiar las acciones de los bancos centrales. Lo novedoso, en ese tiempo, fue que logro incorporar la regla de Friedman de crecimiento constante de la oferta monetaria y adicionó un componente keynesiano que se sustenta en el uso de la tasa de interés como variable operacional.

El objetivo central de la regla de Poole consiste en minimizar la varianza de la producción observada con respecto a su nivel de pleno empleo, es decir, se busca que la economía permanezca cerca del nivel máximo de ocupación cuando ésta es afectada por diversos shocks, los cuales pueden provenir tanto del mercado de bienes como del financiero.

Debido a que la economía experimenta esta diversidad de shocks, Poole asume que la autoridad monetaria opera con información imperfecta, lo cual es resultado del hecho que los mencionados shocks sólo pueden ser identificados *ex-post*. En este contexto, Poole aduce que cuando el shock proviene del mercado de dinero, el banco central debe fijar la tasa de interés, mientras que, si el shock se origina en el mercado de bienes, la autoridad monetaria debe adoptar una política de objetivo monetario.

Los shocks generados en el mercado de dinero, se manifiestan en una alta volatilidad de la demanda de dinero, la mayoría de veces inducidos por innovaciones financieras, por lo que, al existir una relación inversa entre la tasa de interés y la demanda monetaria, la tasa de interés actúa para mitigar esa variabilidad. Por ejemplo, si la demanda de dinero aumenta y la autoridad monetaria fija una tasa de interés alta, la demanda monetaria se reducirá, lo contrario ocurre cuando la demanda de dinero se reduce. La tasa de interés actúa como “amortiguador” de la variabilidad de la demanda de dinero y la estabiliza. En este caso, el banco central

debe permitir que la oferta de dinero varíe endógenamente para satisfacer la demanda.

En caso que los shocks se originen en el mercado de bienes, el banco central debería adoptar un objetivo monetario, ya que esto induciría a que la tasa de interés cambie para amortiguar los cambios en la producción. En caso que la producción aumente, por ejemplo, habrá un exceso de demanda de dinero, pero la oferta está fija, lo que producirá un aumento en la tasa de interés que reducirá la inversión y el consumo, por lo que se reducirá la producción a su nivel previo. Por otro lado, cuando la producción cae, la demanda de dinero se reducirá respecto a la oferta fijada por el ente emisor, lo que se traducirá en un exceso de oferta monetaria y la tasa de interés caerá, lo que incentiva la inversión y el consumo con el subsiguiente aumento de la producción a su nivel anterior.

Cabe puntualizar que, la regla de Poole fue el procedimiento operativo utilizado por muchos bancos centrales de países desarrollados, especialmente por el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América; sin embargo, se dejó de utilizar debido a que muchos de los shock que afectaban a las economías provenían simultáneamente de los mercados de bienes y de dinero, además en algunas ocasiones esos shocks eran temporales y otras veces permanentes, lo cual no hacía apta esta regla para corregirlos.

Otro aspecto que minó la efectividad de esta regla fue el escaso papel que otorga a las expectativas, por lo que, ante la multiplicidad de shocks mencionada, la misma perdió credibilidad. Esto indujo a muchos agentes económicos a una mayor incertidumbre, por lo que se le tendía a etiquetar como política discrecional.

### **2.3.1.3 La Regla de Timbergen**

Con el fin de apuntalar la efectividad de la política pública, durante los últimos años ésta se ha elaborado y operativizado con base en la regla del economista holandés Jan Timbergen, la cual establece que a cada instrumento de política económica se le debe asignar solo un objetivo. Esto garantizaría la coherencia de la política pública, ya que se evitarían una posible contradicción generada cuando

un instrumento tiene dos objetivos. Por ejemplo, en el caso en que, a través de la política monetaria se desee reducir la inflación y aumentar el empleo, la gestión monetaria contractiva que busca reducir la inflación tendrá el efecto contraproducente de reducir el empleo, por lo que lo apropiado es asignarle un sólo objetivo y utilizar otro instrumento para un objetivo distinto.

En el caso específico de la gestión monetaria, la regla de Timbergen implica que la política monetaria sólo puede tener un ancla nominal, lo que garantiza su efectividad, ya que fomenta la transparencia y coadyuva a fortalecer la credibilidad de la misma. Para resolver el problema de la asignación de los instrumentos de política económica a sus objetivos idóneos, el economista Robert Mundell propuso que a cada instrumento se le asigne el objetivo sobre el cual tiene una mayor influencia. A este procedimiento, Mundell lo llamó “*clasificación efectiva de los mercados*”. La regla de Timbergen y la clasificación de Mundell sientan las bases para elaborar una política económica ordenada y coherente, lo que ayuda a cimentar la credibilidad, estabilidad y transparencia de la misma.

#### **2.3.1.4 Regla de Wicksell**

Fue el primero en reconocer que no se puede intentar fijar una tasa de crecimiento constante (Regla de “k” porcentaje de Friedman) como instrumento de política, esto en el contexto del crecimiento constante de oferta monetaria. “Wicksell argumentó que el banco central debería apuntar al mantenimiento de la estabilidad de precios, lo cual en teoría podría ser logrado si la tasa de interés fuese siempre igual a la tasa de interés natural de interés de la economía,  $r^*$ ”<sup>7</sup>

En términos algebraicos, Wicksell propuso la que es discutiblemente la más simple regla monetaria reactiva con un instrumento de tasa de interés:

$$\Delta i = \theta \pi \quad (3)$$

Donde supuso una economía de crédito puro, en la cual el sistema bancario intermedia todas las relaciones económicas, es decir, el consumo, el ahorro, la inversión, la tasa de interés gobierna el proceso de formación de precios.

---

<sup>7</sup> Notas Monetarias No. 107. Enero-febrero 2011. Año 13. Las Reglas de Taylor. Erick Roberto Vaides Morales.

### 2.3.2 Política Monetaria Discrecional

La discrecionalidad en política monetaria significa, básicamente, que las autoridades tienen la libertad de modificar cualquiera de sus instrumentos para mitigar los efectos negativos de cualquier shock que afecte a la economía. Esto tiene la ventaja de evitar la rigidez de las reglas, las cuales carecen del necesario juicio de los gestores de la política monetaria.

Sin embargo, dentro de la discrecionalidad es necesario que las autoridades puedan distinguir claramente entre un shock *permanente* y uno *transitorio*. Esto es importante porque un shock permanente se corrige con acciones de política monetaria, mientras que uno transitorio sólo se financia o se permite que la economía lo corrija con sus mecanismos de ajuste. En el caso de cometer un error en la identificación de la naturaleza del shock que afecta a la economía, el banco central puede crear distorsiones adicionales. Por ejemplo, un aumento transitorio en la demanda de dinero que propicia un incremento en la tasa de interés, podría inducir al banco central a aumentar la oferta de dinero para reducir la tasa de interés a su nivel previo, pero como el incremento en la demanda de dinero fue temporal, la respuesta de las autoridades sólo crea un exceso de oferta de dinero que generará una mayor inflación en el futuro.

Además, la gestión monetaria discrecional requiere de una estimación adecuada del *mecanismo de transmisión* de la política monetaria. Este mecanismo es la forma y el tiempo en que un aumento de la oferta monetaria afecta a la producción y a la inflación, por lo que puede ser muy variable e incluso muchas veces impredecible. Es importante puntualizar que la variabilidad del mecanismo de transmisión se debe, fundamentalmente, a que éste opera por diversos canales, siendo los más relevantes: la tasa de interés, las expectativas de los agentes económicos, los activos financieros y el tipo de cambio. Por esta razón, la discrecionalidad requiere que el banco central cuente con sofisticados modelos econométricos para estimar el mecanismo de transmisión.

En caso de no contar con un conocimiento adecuado del mecanismo de transmisión, la política monetaria puede generar graves distorsiones en la

economía, ya que, aunque la respuesta de política sea correcta, los efectos correctivos de la gestión monetaria pueden afectar a la economía en un periodo posterior al requerido, lo cual puede exacerbar la inflación o el desempleo.

Sin embargo, el principal atributo de la política monetaria discrecional debe ser la *credibilidad*, es decir, que los agentes económicos incorporen la información que emana de las acciones del banco central para tomar decisiones de consumo, ahorro y producción. Esto requiere disciplina monetaria y firmeza en la gestión monetaria. Al respecto, debe recalarse que todo banco central está expuesto a presiones que lo inducen a tomar acciones que merman su credibilidad y, por ende, la efectividad de la política monetaria.

### **2.3.3 El Ciclo Político**

Este problema, se presenta cuando un banco central con poca o ninguna independencia del poder político es inducido a adoptar una política monetaria expansionista en periodos previos a las elecciones presidenciales. En efecto, lo que los políticos desean es aumentar su probabilidad de ganar las elecciones, con base a una economía que garantice mayor producción y empleo.

Para el efecto, presionan al banco central para que éste aumente la oferta monetaria, lo cual debe generar una menor tasa de interés y, por ende, un incremento en el consumo y en la producción; sin embargo, este tipo de políticas se traducen en mayor inflación luego de realizadas las elecciones, lo que obliga a las autoridades a revertir la política expansionista previa, es decir, el banco central debe implementar una gestión monetaria contractiva, lo que propiciará desempleo y caída de la producción debido al alza en la tasa de interés que genera la contracción de la oferta de dinero.

El ciclo político es posible en la medida que la inflación generada por la política monetaria expansionista no es anticipada por los agentes económicos. Cuando el banco central expande la oferta monetaria se produce un incremento en la demanda agregada, pero como los salarios reales no han cambiado, debido a que la futura inflación no ha sido anticipada, los empresarios pueden aumentar la

producción y el empleo; sin embargo, cuando la inflación empieza a aumentar, luego de las elecciones, los trabajadores demandarán mayores salarios nominales para recuperar sus salarios reales, que están siendo erosionados por la inflación.

El incremento salarial tendrá el efecto de aumentar los costos de producción de las empresas, por lo que tenderán a reducir su producción y aumentará el desempleo. Para estabilizar la economía, el banco central debe contraer la oferta monetaria, lo que generará un aumento de la tasa de interés, con el lógico incremento del desempleo. El principal efecto negativo del ciclo político, es la pérdida de credibilidad de la política monetaria, ya que es difícil engañar a las personas todo el tiempo.

#### **2.3.4 La Inconsistencia Dinámica de la Política Monetaria**

El ciclo político muestra que muchos bancos centrales, sistemáticamente, tratan de sorprender a los agentes económicos con políticas expansionistas que no habían anunciado, es decir, tratan de expandir la producción a través de inflación no-anticipada. Este comportamiento de la autoridad monetaria fue formalizado por Kydland y Prescott, a través de lo que denominaron “*la inconsistencia dinámica de la política monetaria*”.

Una gestión monetaria es dinámicamente inconsistente si en el periodo  $t$  anuncia una política de inflación baja, lo que implica disciplina monetaria, y al llegar el momento de implementarla, periodo  $t+1$ , no cumple con lo previamente anunciado y expande la oferta monetaria para aumentar la producción y el empleo. Como se mencionó, para que el banco central pueda actuar de esta forma, es necesario que en el periodo  $t$  los agentes económicos hayan creído lo anunciado por la autoridad monetaria y, una vez, decidido un determinado nivel de salarios reales. Esto posibilita que el banco central los “sorprenda” con una expansión monetaria no esperada.

La inconsistencia dinámica de la política monetaria incorpora para periodos posteriores a  $t+1$  el papel de las expectativas, en este caso racionales, por lo que el equilibrio macroeconómico dependerá, no solo de la gestión monetaria actual,

sino de la política monetaria esperada. Esto es muy importante porque introduce la importancia de la credibilidad y de la transparencia en la política monetaria. Además, la inconsistencia dinámica es importante porque conlleva la necesidad de comprender, por una parte, la forma en que las personas reaccionarán a las acciones del banco central y, por la otra, las preferencias de la autoridad monetaria en la elección de sus objetivos, es decir, la forma en que está estructurada la función objetivo del banco central.

En la mayoría de bancos centrales, la función objetivo de éstos incorpora la minimización de la inflación y la maximización de la producción, lo que genera un fuerte sesgo inflacionario en la gestión monetaria discrecional, porque los bancos centrales reciben presiones, tanto políticas como privadas, para inclinarse hacia la maximización de la producción. Sin embargo, la maximización de la producción, en una economía donde los agentes económicos forman sus expectativas racionalmente, solo es posible si el banco central incumple sus promesas de mantener la estabilidad de precios, es decir, si incurre sistemáticamente en una política monetaria dinámicamente inconsistente, lo cual propiciará la pérdida de credibilidad de la gestión monetaria.

Es importante puntualizar que, la pérdida de credibilidad generada por la inconsistencia dinámica podría no sólo mermar la efectividad de la política monetaria, sino tornarla sumamente distorsionante. En efecto, la incorporación de dos variables –inflación y producción- en la función objetivo del banco central puede llevar a contradicciones que reduzcan la producción y aumenten la inflación. Lo mencionado, acontece cuando la autoridad monetaria pierde completamente su credibilidad, ya que los agentes económicos forman racionalmente sus expectativas, por lo que anticiparán el sesgo inflacionario del banco central y optarán por aumentar sus salarios reales en el periodo actual, lo cual incrementará los costos de producción y, por lo tanto, se reducirá el empleo y la producción. Esto obligará a la autoridad monetaria a expandir la oferta monetaria, lo que será inefectivo para mitigar los problemas mencionados, y en el periodo  $t+1$  se producirá

una mayor inflación. En muchos casos este fenómeno es conocido como “**estanflación**”, lo que significa estancamiento acompañado de inflación.

El sesgo inflacionario y la pérdida de credibilidad generados por la inconsistencia dinámica de la política monetaria discrecional implica que la gestión monetaria debe ser reestructurada tanto teórica como empíricamente. En otras palabras, se debe encontrar una solución al sesgo inflacionario que fortalezca la credibilidad, efectividad y eficiencia de la gestión monetaria.

### **2.3.5 Política Monetaria Acomodatia y Política Monetaria “Apolítica”**

No obstante lo anterior, hay que indicar que muchas veces los bancos centrales toman medidas para salir de las crisis. Por ejemplo hay más de un economista (**La política acomodaticia de los bancos centrales generará otra crisis. Daniel Lacalle, 2017**) que argumentan que la crisis de 2008, “no se generó por la falta de estímulos, sino por un exceso, al bajarse de una manera monstruosa los tipos de interés e incentivar agresivamente el endeudamiento”. Y vuelve a afirmar el mismo autor; “La inflación siempre es un desequilibrio monetario, no la debe decidir por decreto un banco central, sino que se debe responder a la demografía, la tecnología, la democratización al acceso de bienes y servicios y a una mayor eficiencia global”. Luego en ese sentido tras muchos años de estímulos monetarios e inyección de una enorme cantidad de liquidez la inflación claro está, buscará el camino de los activos financieros, ya que este proceso económico “no va donde uno quiere, sino donde está el dinero”. Pero hay que poner todo en su justa dimensión y no toda inflación es un desequilibrio monetario ya que hay inflación de costos, o desajustes temporales en la oferta, por crisis, guerras, conflictos geopolíticos, fenómenos naturales, etc.

Hay otros autores que afirman que el monetarismo es un fracaso y lo es, si se analiza en el contexto de políticas neoliberales; tales como liberalización del comercio, la privatización de empresas, las concesiones y minería, privatización de las pensiones, desarrollo social, más desigualdad, etc., y es que una solución de mercado a problemas de educación, atención sanitaria, tráfico de drogas ilegales, no es una respuesta adecuada y casi siempre requiere todo lo contrario; una

intervención estatal extensa. Como siempre la medida, “el sentido común” y la lógica económica funcionan mejor, ya que la liberalización aumenta la eficacia cuando se aplica correctamente.

Pero no hace falta desviarnos más del tema para definir el monetarismo y claro está, la oferta monetaria si es un factor importante, pero las acciones, bonos y los bienes raíces no son dinero, hay que convertirlos a efectivo o en depósitos bancarios antes de poder usarlos para hacer compras. Por otra parte (en un escenario como la vivida en 1930), hay muy poco incentivo para poner el dinero a trabajar, y aunque el banco central trate de estimular la oferta monetaria, lo más probable es que todo ese dinero termine en las bóvedas de los bancos o debajo de los colchones de las personas. En consecuencia Keynes sostenía que en la oferta monetaria, un cambio en la oferta de dinero circulante en la economía, sería ineficaz y por eso él y sus seguidores creían que hacía falta una política presupuestaria –un aumento del gasto público–, para sacar a los países de la depresión.

“¿Por qué es esto importante? La política monetaria es una forma de intervención pública en la economía altamente tecnocrática y en gran medida apolítica. Si la Reserva Federal decide aumentar la oferta monetaria, todo lo que hace es comprar unos cuantos bonos del Tesoro a bancos privados, y pagar los bonos mediante anotaciones en las cuentas de reserva de esos bancos: en realidad, todo lo que la Reserva Federal tiene que hacer es acuñar un poco más de base monetaria. En cambio, la política presupuestaria supone una participación mucho más profunda del sector público en la economía, a menudo de un modo cargado de ideología: si los políticos deciden usar las obras públicas para promover el empleo, tienen que decidir qué construir y dónde. Por tanto, los economistas con una inclinación al libre mercado tienden a querer creer que la política monetaria es todo lo que hace falta; los que desean un sector público más activo tienden a creer que la política presupuestaria es esencial” **(Quien era Milton Friedman. Paul Krugman, New York Times, Service. 2008).**

## Capítulo III

### Soluciones al Sesgo Inflacionario

La política monetaria discrecional parece idónea para alcanzar la estabilidad monetaria; sin embargo, tiene el problema de incurrir, regularmente, en un sesgo inflacionario que merma su credibilidad y, por ende, su efectividad. Esto se debe al papel, cada vez mayor, de las expectativas en el equilibrio macroeconómico; por otra parte, las reglas rígidas de gestión monetaria, aunque proveen de información certera a los mercados y reducen la incertidumbre, no son aptas en un mundo caracterizado por una significativa innovación financiera, por un mayor flujo de información hacia los mercados en tiempo real y, sobre todo, por una alta y volátil movilidad de capitales.

#### 3.1 La Asignación de Mundell

Para resolver el problema de la asignación de los instrumentos de política económica a sus objetivos idóneos, el economista Robert Mundell propuso que a cada instrumento se le asigne el objetivo sobre el cual tiene una mayor influencia. A este procedimiento, Mundell lo llamó “*clasificación efectiva de los mercados*”. La regla de Tinbergen y la clasificación de Mundell sientan las bases para elaborar una política económica ordenada y coherente, lo que ayuda a cimentar la credibilidad, estabilidad y transparencia de la misma.

#### 3.2 La Secuencia de Metas e Instrumentos

Luego de asignar una meta específica a la política monetaria, lo siguiente es elegir los instrumentos idóneos para cumplir con la meta determinada. Esta secuencia, contraria a la utilizada en los libros de texto, se efectúa en virtud de que la autoridad monetaria tiene control sobre los instrumentos que utilizará. Sin embargo, para garantizar la efectividad y transparencia de los instrumentos a utilizar, el banco central establece metas operativas para cada instrumento. Estas metas deben ser congruentes con la meta global de la política monetaria. Es importante puntualizar que las metas operativas, por lo general, son de corto plazo.

Toda economía, como se indicó, está expuesta a shocks tanto nominales como reales, en muchas ocasiones la autoridad monetaria debe modificar las metas operativas establecidas. En ese sentido, los gestores de la política monetaria deben contar con una serie de variables intermedias que brinden información oportuna y fiable acerca de la evolución de la economía en general y, en particular, de las variables que afectan a la meta de política monetaria. Estas variables se denominan “metas intermedias”, ya que brindan información de muy corto plazo, es decir, indican si se deben modificar las metas operativas y, por ende, el uso previsto de los instrumentos de la gestión monetaria. Entre las metas intermedias más utilizadas por los bancos centrales modernos, entre otras, se destacan: el tipo de cambio, el crecimiento del PIB trimestral, los principales índices internacionales de materias primas (comodities), el crecimiento mensual y trimestral de la base monetaria y, especialmente, el comportamiento de la inflación mensual.

### **3.3 Criterios Generales para Reducir el Sesgo Inflacionario**

El orden y la transparencia de la política monetaria se sustentan, como se indicó, en la correcta elección de una meta para la misma, en la asignación de los instrumentos idóneos, en la determinación de las metas operativas y en el seguimiento oportuno de las variables intermedias; sin embargo, es necesario contar tanto con una autoridad monetaria que fomente la confianza en los agentes económicos, ya que esto incide positivamente en las expectativas de los mismos y coadyuva a la estabilidad macroeconómica.

### **3.4 Reputación**

En un mundo caracterizado por el flujo abundante y constante de información en tiempo real, la *reputación* tanto del banco central como de la persona que lo dirige es de suma importancia para la efectividad de la política monetaria. Esto se debe, básicamente, al hecho de que los agentes económicos forman sus expectativas racionalmente, lo que implica que para la formación de éstas incorporarán toda la información disponible, incluyendo la percepción que tengan del principal gestor de la política monetaria. Debido a que el equilibrio macroeconómico depende tanto de las condiciones actuales como de las esperadas, debido a las expectativas, el nombramiento de una persona adversa a

la inflación tiene un efecto positivo sobre las expectativas inflacionarias. En efecto, si el público observa en el periodo actual una inflación baja, la percepción que emana de una persona adversa a la inflación será que para el futuro continuará la estabilidad de precios, lo cual incidirá positivamente en las expectativas y, por ende, en la determinación de los salarios, el ahorro, la inversión y el empleo. La idea de que la reputación de los banqueros centrales tiene un efecto contrario al sesgo inflacionario tiene respaldo tanto teórico como empírico.

### **3.5 Independencia del Banco Central**

Otra de las formas en que se ha procedido a reducir el sesgo inflacionario se sustenta en la ***independencia del banco central***. El concepto de independencia significa que, el banco central debe estar en la capacidad de elaborar e implementar la política monetaria sin ninguna interferencia y/o restricción tanto del gobierno como de entes o cámaras privadas. Es importante puntualizar que, el concepto de independencia de un banco central debe abarcar, no sólo la independencia en la gestión monetaria, sino también la independencia financiera, legal y administrativa de dicha institución. Este concepto integral de independencia del ente emisor, le garantiza cumplir con su función de alcanzar la estabilidad de precios. La idea de otorgar independencia plena al banco central, a cambio de exigirle alcanzar y mantener una inflación baja y estable, proviene de la ***teoría del agente-representativo***, en la cual el agente, en este caso la sociedad a través del gobierno, le impone a su representante, el banco central, la tarea de estabilizar el nivel general de precios, para lo cual le establece metas claras, así como penalizaciones concretas.

### **3.6 Discreción Restringida**

El hecho de contar con un banco central independiente y al cual se le otorga la misión primordial de alcanzar y mantener una inflación baja y estable, debe estar garantizada por un “contrato” entre la sociedad y el ente emisor, ya que el público no conoce las preferencias de los banqueros centrales. En ese sentido, para lograr que las expectativas de los agentes económicos coincidan con las preferencias del gestor de la política monetaria, lo que se conoce en la literatura económica como

“*anclar las expectativas*”, en muchos países se ha procedido a reformar la ley orgánica de los bancos centrales, para asignarles como “*objetivo fundamental*” el alcanzar y mantener una determinada meta de inflación.

Lo anteriormente indicado, propició el desarrollo de uno de los conceptos más importantes y novedosos tanto de la teoría como de la práctica de la política monetaria y que académicamente es conocido como “*discreción restringida*”. Esta concepción de la política monetaria permite, por una parte, responder a los diversos shocks reales y nominales que a menudo se derivan de un ambiente caracterizado por volatilidad de capitales, cambios en los términos de intercambio, innovaciones financieras, etc.; y, por el otro, le limita a cumplir con su función de estabilizar el nivel general de precios, lo cual coadyuva a anclar las expectativas de los agentes económicos y, por ende, evita que la gestión monetaria desestabilice la economía interna.

En el caso concreto de Guatemala, el Congreso de la República sancionó el Decreto Número 16-2002, mediante el cual se reformó la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y se le asigna como “*objetivo fundamental*” el alcanzar y mantener la estabilidad del nivel general de precios. Esto posibilita que la gestión monetaria tenga un solo objetivo primordial, lo que fortalece la transparencia de la misma y, además, posibilita una mayor y mejor rendición de cuentas ante la sociedad. Asimismo, el mencionado decreto fortalece la autonomía del banco central, a fin de que éste esté en condiciones financieras, legales y operativas para definir y alzar la meta de inflación.

## Capítulo IV

### Contexto de la Política Monetaria

De acuerdo al principio de Timbergen, la política monetaria sólo puede tener un objetivo fundamental, lo cual fortalece la transparencia y facilita la rendición de cuentas del banco central ante los agentes económicos. Asimismo, la clasificación efectiva de Mundell, sustentada en la evidencia empírica, establece que el control de la inflación debe ser el objetivo fundamental de la gestión monetaria.

La inflación es definida como “el alza general y sostenida del nivel general de precios”. Esta definición es muy importante, debido a que erradica la confusión generada por alzas aisladas de precios importantes, ya que puntualiza que la inflación conlleva tanto el alza de la mayoría de precios como el hecho de su aumento constante. Aun cuando, hay factores que en el corto plazo pueden incidir sobre la inflación, tales como incrementos en el precio de los combustibles, en el precio de materias primas, en el costo de la energía eléctrica, etc., la inflación es considerada un problema monetario, por lo que debe ser controlado a través de la disciplina monetaria.

Derivado de lo anterior, en la mayoría de países a la política monetaria se le asigna como objetivo fundamental la estabilización del nivel general de precios y, asimismo, como objetivo subsidiario la promoción del empleo y la producción. Es importante que el objetivo subsidiario –empleo y producción– sólo puede ser adoptado a través de activar una “cláusula de escape”, la cual estipula que el banco central debe anunciar al público cuando adopta este objetivo, así como las razones que lo inducen a tomar esta decisión, lo cual debe estar sustentado en la presencia de una grave recesión. Esto garantiza, por una parte, que el ente emisor no incurra sistemáticamente en el sesgo inflacionario y, por la otra, para mantener ancladas las expectativas de los agentes económicos.

Desde la óptica de la economía del bienestar, la política monetaria debe estabilizar la inflación debido a los costos tanto económicos como sociales que ésta genera. En ese sentido, es importante discutir estos costos y puntualizar que

muchos de ellos también pueden ser inducidos por otros factores, por lo que la disciplina de precios sólo contribuye a minimizarlos y no a erradicarlos, en otras palabras, la estabilidad de precios es una condición necesaria pero no suficiente para eliminar muchos de los problemas que se discuten a continuación.

#### **4.1 Redistribución Negativa del Ingreso**

En los procesos inflacionarios, los salarios no aumentan a la misma velocidad que los precios, lo que se traduce en una transferencia de ingresos de los asalariados hacia los propietarios de los medios de producción. Esto significa que la riqueza de estos últimos aumente con la inflación, mientras los asalariados ven reducida su riqueza. Este fenómeno se presenta aún en países con altas tasas de sindicalización de la fuerza laboral, lo cual no es el caso de Guatemala, debido a que los salarios se ajustan con un periodo de retraso y luego de negociaciones. Asimismo, la indexación de los salarios no resuelve este problema, ya que los salarios se ajustan a la inflación observada y registrada en un periodo pasado.

#### **4.2 Incertidumbre y Reducción de la Inversión**

La inflación se caracteriza por una alta volatilidad de los precios relativos, lo cual se traduce en incertidumbre acerca del retorno esperado de la inversión, ya que, en toda economía capitalista, el sistema de precios es el encargado de asignar los recursos en su mejor costo de oportunidad. La referida volatilidad de los precios relativos puede traducirse en inversiones ineficientes o en carencia de inversión por temor a que las mismas no generen las utilidades esperadas.

#### **4.3 Destrucción del Ahorro Interno**

El ahorro es la parte del ingreso que no se consume, pero en una economía con inflación, como se mencionó, el ingreso de los trabajadores en dependencia tiende a disminuir constantemente, por lo que éstos tenderán a dedicar una mayor parte de su ingreso al consumo y, por ende, una fracción menor al ahorro. Debido a que el ahorro interno es transferido, a través de la intermediación financiera realizada por los bancos del sistema, para financiar la inversión productiva, es fácil

deducir que la menor disponibilidad de ahorro financiero interno debe traducirse en menor inversión y crecimiento, lo que incide en un aumento de la pobreza.

#### **4.3.1 Inversiones Especulativas**

La incertidumbre acerca del retorno esperado de la inversión productiva y el hecho de que la inflación sea superior a la tasa de interés conlleva a tasas de interés reales negativas, ya que la tasa de interés real es la tasa de interés menos la inflación esperada; por lo regular, la inflación siempre es mayor que la tasa de interés, el rendimiento del ahorro tenderá a ser negativo, lo que induce a los agentes económicos a emprender inversiones especulativas para mantener el rendimiento de su dinero. Entre las principales inversiones especulativas se ha observado que están las siguientes: compra de terrenos, de oro, de dólares de Estados Unidos de América, etc. Es importante puntualizar que el mismo sistema financiero, a menudo, tiende a adoptar este comportamiento especulativo, lo que se conoce como “economía de papel”, ya que no financian a la inversión real, sino buscan ganancias especulando con divisas o con la compra-venta de instrumentos financieros.

#### **4.3.2 Sustitución Monetaria y Dolarización**

En una economía de mercado, las principales funciones del dinero son: medio de intercambio, reserva de valor, unidad de cuenta y patrón de pagos diferidos. En una economía con inflación, el dinero que los agentes económicos mantienen para realizar transacciones pierde valor constantemente, por lo que muchas personas optan por utilizar una moneda extranjera, por lo regular el dólar de Estados Unidos de América, como medio de intercambio, lo cual les permite espaciar sus transacciones en el tiempo; sin embargo, cuando la inflación aumenta ostensiblemente, la moneda estadounidense tenderá a sustituir a la nacional en todas sus funciones, esto se conoce como dolarización total. Esto hace que la política monetaria doméstica sea inoperante y se pone en grave riesgo al sistema financiero interno.

### **4.3.3 El Efecto Olivera-Tanzi en las Finanzas Públicas**

En toda economía existe, por lógica, un rezago entre la recolección de impuestos y tanto de las compras gubernamentales como la ejecución de la obra pública física. Este rezago se traduce en una menor disponibilidad de recursos en términos reales del gobierno, es decir, se reduce la capacidad de obra pública, lo cual tenderá a aumentar el déficit presupuestario y a incrementar la deuda pública, ya que el gobierno deberá acudir al endeudamiento para completar su obra iniciada.

### **4.3.4 Reducción del Plazo de los Contratos**

Una economía estable favorece los contratos de largo plazo, pero cuando la inflación es alta y variable, la posibilidad de pronosticarla es mucho menor e introduce, como se mencionó, mucha incertidumbre. Ante esa situación, los agentes económicos prefieren reducir los plazos de sus contratos, ya que la inflación erosiona las ganancias y pueden incurrir en pérdidas de capital.

## **4.4 Efectos Negativos en la Construcción**

La inflación alta, sobre todo variable, es un factor que incide negativamente en los plazos de los contratos, como se mencionó. Pero es importante mencionar que el sector que es más afectado por este problema es el de la construcción, especialmente el de vivienda. Es por esto que la variabilidad de la inflación propicia los contratos con tasa de interés variable, lo cual pone en alto riesgo la solvencia tanto de prestamistas como de prestatarios. El problema estriba en que la tasa de interés, de acuerdo al principio de Fisher, está integrada por la tasa de interés real más la tasa esperada de inflación. Esto implica que, al ser la tasa esperada de inflación muy volátil, el otorgamiento de crédito para vivienda con una tasa de interés fija se hace imposible. Además, la tasa de interés tiende a aumentar tendencialmente con la inflación, lo que adicionalmente, hace más difícil acceder a crédito para vivienda.

## **4.5 Aumento del Impuesto Inflacionario**

El privilegio que tiene el banco central de contar con el monopolio de emisión de dinero le provee de un ingreso conocido como “*señoreaje*”, este ingreso se

obtiene por la erosión de los saldos reales que mantienen en su bolsillo los agentes económicos y en la literatura económica se conoce como *“impuesto inflacionario”*. Es importante puntualizar que este impuesto es altamente regresivo, ya que como todo impuesto su monto recolectado es igual a la base multiplicada por la tasa, pero la tasa, que es la tasa de inflación, es igual para todos los estratos económicos, mientras que la base, que es la tenencia de saldos reales, es mucho menor para la fracción más pobre de la población, la cual cuenta con menos ingresos. En ese sentido, el impuesto inflacionario tiene un mayor impacto sobre las personas de menores recursos, ya que la tasa extraída representa una fracción más alta de sus ingresos. En otras palabras, la inflación es el impuesto más injusto.

#### **4.6 La Producción como Objetivo Subsidiario de la Política Monetaria**

En la mayoría de las funciones de reacción de los bancos centrales modernos, la producción real ocupa un lugar secundario y en muchos casos ésta es estimulada únicamente si se activa una “cláusula de escape”, la cual estipula que la autoridad monetaria debe anunciar al público el cambio de su objetivo. Lo anterior se debe a que la experiencia empírica, especialmente derivada de la recesión de 2009-2011, dejó claro que es muy difícil estimular la producción y, por ende, el empleo durante una recesión. En efecto, la posición cíclica de la economía hace que tanto el sector real como el financiero reaccionen en forma diferente durante una recesión, cuando impera el pesimismo, durante la fase de expansión, caracterizada por un generalizado optimismo. Esto es ilustrado adecuadamente por la famosa expresión del economista británico John Maynard Keynes: *“Un objeto se puede jalar con una cuerda, pero no se le puede empujar”* (Keynes, 1936).

Toda economía cuenta con *“inyecciones y filtraciones”*. Las primeras son estímulos que ingresan al circuito económico y promueven la producción y el empleo, mientras que las segundas son salidas de recursos de dicho circuito y merman la actividad económica.

#### 4.6.1 Inyecciones

Las principales inyecciones son el consumo, la inversión, el gasto público y las exportaciones, mientras que las filtraciones más importantes son el ahorro, la demanda de dinero y las importaciones. Es importante puntualizar que tanto las inyecciones como las filtraciones se determinan de manera completamente diferente durante el ciclo económico. En lo referente al consumo, éste depende, fundamentalmente del nivel de ingreso, de la tasa de interés y de las expectativas de los agentes económicos; es decir, a mayor ingreso corresponde, regularmente un mayor consumo. Sin embargo, durante una recesión, el ingreso tiende a caer, por lo que el consumo se reduce, en otras palabras, tanto la propensión marginal a consumir como la propensión media a consumir se reducen cuando el ingreso se estanca o cae. Esto implica que la economía recibe *per se* un menor estímulo del consumo durante una recesión.

Se podría aducir que el banco central podría estimular el consumo a través de una expansión de la oferta monetaria, bajo el razonamiento que dicha expansión monetaria, por una parte, aumentaría la cantidad de saldos reales en la economía, lo cual debería estimular el consumo; sin embargo, debido a que la demanda de dinero depende linealmente de los motivos transacción, especulación y precaución, se ha observado que durante una recesión impera el pesimismo, por lo cual el motivo precaución aumenta ostensiblemente la demanda de dinero. Esto implica que las personas tenderán a mantener más dinero en sus bolsillos, lo que implica que posponen su consumo hasta que la recesión termine. Esta reducción o estancamiento del consumo se presenta aun cuando la expansión monetaria haya generado una reducción de la tasa de interés y, por ende, del costo de oportunidad de mantener dinero en los bolsillos. Esto deja claro que la política monetaria difícilmente estimulará el consumo durante una recesión.

En lo tocante a la inversión, los libros de texto elementales aducen que la expansión monetaria debe reducir la tasa de interés y, por lo tanto, estimular la inversión, lo cual coadyuva a generar empleo y, en general, a la recuperación de la actividad económica. Sin embargo, la teoría económica y la evidencia empírica

muestran que el proceso no es tan sencillo, ya que la inversión depende de muchos más factores y no sólo de la tasa de interés. En efecto, la disponibilidad de capital humano calificado, de adecuada infraestructura física, del estado del capital social, de la certeza jurídica, etc., son algunos de los principales factores que propician el aumento de la inversión en un determinado estado cíclico de la inversión, no solo una tasa de interés baja. De nuevo, la última recesión en Estados Unidos de América confirma lo aseverado, ya que la tasa de interés llegó a niveles cercanos a cero, lo cual no incentivó la inversión.

Lo anterior encuentra sustento teórico en la *Eficiencia Marginal del Capital*, la cual fue desarrollada por John Maynard Keynes en el famoso capítulo XII de la Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero (1936). El argumento básico de Keynes es que, la rentabilidad de una nueva inversión, es decir, para decidir si se invierte o no, el inversionista debe traer a valor presente todas las utilidades netas esperadas de la inversión, durante un periodo razonable, y el monto de estas utilidades debe ser mayor a la inversión inicial. Para lo cual se utiliza la tasa de interés de mercado. El problema es que, como lo puntualizo Keynes, durante una recesión, las utilidades esperadas netas son muy bajas y, regularmente, no cubren el costo inicial de la inversión, por lo cual muchos proyectos no se materializan en nueva inversión, aun cuando la tasa de interés sea muy baja. De nuevo, se aprecia que la política monetaria tiene poco o ninguna posibilidad de estimular la recuperación de una economía inmersa en un periodo de estancamiento.

Lo mencionado, indujo a Keynes a enfatizar en la importancia del gasto público, es decir, en una política fiscal compensatoria que estimulará directamente a la demanda agregada, lo cual ha sido una política muy utilizada en las últimas recesiones y continúa vigente, aun cuando esta política tiene serias limitaciones en una economía pequeña y abierta, como la de Guatemala, lo que se analizará en la parte referente a las filtraciones del circuito económico.

Otro argumento que, usualmente se esgrime para otorgarle un papel a la gestión monetaria en el combate a las recesiones, específicamente en una economía abierta con tipo de cambio flexible, es que la expansión monetaria debe

reducir la tasa de interés doméstica respecto de la internacional, lo que induce una salida de capitales y, por lo tanto, el tipo de cambio se debe depreciar. Una depreciación del tipo de cambio estimula las exportaciones, al aumentar su competitividad, lo que se traduce en mayor empleo y, de esta forma, es una salida a la recesión.

El argumento anterior es muy débil, ya que la competitividad de las exportaciones de un país no depende del tipo de cambio nominal, el cual es el precio de la moneda extranjera en términos de moneda nacional (cotización indirecta), sino del tipo de cambio real, ya que éste se sustenta en la productividad de la economía, lo que significa que un aumento de la productividad implica una depreciación del tipo de cambio real y, por lo tanto, un incremento de la competitividad. Esto con la evidencia empírica de la economía japonesa durante las últimas décadas del siglo veinte, cuando el yen se apreció en términos nominales en los mercados internacionales y este país continuó incrementando sus exportaciones hacia el resto del mundo. Asimismo, el caso de la República Popular China, que ha causado mucho debate al respecto, se sustenta en la depreciación del tipo de cambio real, ya que este país es el segundo receptor de inversión extranjera directa en el mundo, lo que lo ha convertido en una de las economías más productivas del mundo y en la segunda economía más exportadora. Esto le ha generado cuantiosos superávits comerciales y lo ha convertido en el principal exportador de capitales, especialmente hacia el financiamiento del déficit fiscal de Estados Unidos de América, lo cual ha redundado en un rendimiento especialmente alto, lo cual es aparentemente incongruente con los superávits mencionados.

Además, es difícil aumentar las exportaciones hacia un mercado internacional que durante las últimas décadas ha mostrado mucha debilidad y una marcada tendencia hacia el proteccionismo. Esto deja claro que cambiar el precio de las exportaciones a través de una depreciación del tipo de cambio nominal inducida por una política monetaria expansionista es absolutamente erróneo e inútil.

#### 4.6.2 Filtraciones

Toda economía, como se mencionó, tiene filtraciones que tienden a sacar recursos del circuito económico y debilitan la demanda agregada, especialmente durante una recesión. Cabe indicar que, las principales filtraciones son: las importaciones, el aumento de la demanda de dinero por el motivo precaución y el ahorro.

En el caso de las importaciones, es necesario puntualizar que éstas son una función lineal del ingreso disponible, por lo que, al aumentar los saldos reales en manos de los agentes económicos, la tendencia es hacia un aumento de las importaciones, pero esto es un aumento de la demanda de bienes y servicios foráneos, por lo que no incide en la producción y el empleo internos. Es así como, mientras más abierta sea una economía, menor será el efecto positivo de una expansión monetaria, ya que una parte sustancial irá a estimular, vía importaciones, a las economías del resto del mundo.

En lo referente a la demanda de dinero, la cual se define como: “la *cantidad de saldos reales que una persona mantiene en sus bolsillos*” y está en función del ingreso disponible, de la tasa de interés y de las expectativas de los agentes económicos. Es importante recalcar que durante una recesión privan tanto la incertidumbre como el pesimismo. Esto hace que la mayoría de personas tiendan a protegerse a través de un aumento de la demanda de dinero por el motivo precaución, ya que no se cuenta con certeza acerca de cuándo se recuperará el empleo. Este incremento en la demanda de dinero, por lógica, se traduce en una disminución del consumo y, por ende, en un debilitamiento de la demanda agregada, lo que intensifica la recesión.

Debido a que una persona no puede atesorar indefinidamente y en un ambiente de incertidumbre y temor, el ahorro financiero tiende a aumentar. Durante una recesión, como es de esperar, el ingreso autónomo –el ingreso que no proviene de sueldos y salarios- tiende a aumentar, pero una fracción mínima de este ingreso se dedica al consumo, por lo que no incide en la demanda agregada. El aumento del ahorro genera un incremento en las reservas no-prestadas de los bancos, lo

que, como veremos más adelante, pone en riesgo la solvencia y estabilidad del sistema financiero. La evidencia empírica muestra que la mayoría de recesiones se agravan por crisis financieras y el ejemplo más claro es la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado. Esto se debe a que el exceso de recursos en los bancos, los predispone a un mayor riesgo moral y a selección adversa, ya que los bancos operan con información asimétrica, especialmente en países como Guatemala.

#### **4.7 Creación Secundaria de Dinero**

En una economía moderna, el banco central tiene a su cargo la *creación primaria de dinero*, es decir, la emisión de dinero. Es muy común que se tienda a considerar que esta emisión constituye la oferta monetaria de la economía, pero en un sistema financiero de banca fraccionada esto no es cierto, ya que los bancos realizan la *creación secundaria de dinero*. La creación secundaria de dinero la realizan los bancos a través del proceso de intermediación financiera, la cual les permite captar recursos de los agentes económicos superavitarios (ahorro) y trasladan este dinero hacia el financiamiento de la inversión y/o el consumo. Al otorgar préstamos, parte de los recursos se depositan en otro banco, el cual tenderá a prestar estos recursos y así sucesivamente con todos los bancos del sistema financiero.

La cuantía de la creación secundaria de dinero depende del encaje legal a que estén sujetos los bancos por parte de la autoridad monetaria, lo que significa que mientras mayor sea dicho encaje legal menor será la creación secundaria de dinero y viceversa cuando el encaje es menor. Es por eso que el encaje legal es un instrumento de política monetaria, ya que determina la cuantía de creación secundaria de dinero, en otras palabras, el encaje puede reducir o incrementar la magnitud en la cual los bancos *multiplican* la emisión primaria de dinero.

#### 4.7.1 El Multiplicador Monetario

La relación entre la cantidad de dinero y la base monetaria se conoce en la teoría monetaria “*multiplicador monetario*”. El comportamiento de éste durante las recesiones ha sido tema de debate, ya que su efectividad mengua significativamente durante esos periodos. En los libros de texto elementales el multiplicador monetario es representado como el inverso de la tasa de encaje legal ( $1/TEL$ ) multiplicado por la emisión monetaria, lo que, a su vez, proporciona el dato correcto de la oferta monetaria. Un breve ejemplo puede servir para ilustrar lo mencionado, supóngase que la tasa de encaje legal es 20% y el banco central emite Q.100.00 entonces la oferta monetaria será:  $(1/0.20) * (100) = 500.00$ . Como se observa, la oferta monetaria es mucho mayor que la emisión primaria. Sin embargo, en la práctica y en la teoría monetaria moderna, aunque el concepto es el mismo, el cálculo del multiplicador es más complejo, ya que intervienen, además del banco central que crea la base monetaria, el público que decide la proporción de efectivo que mantiene con relación a los depósitos y los bancos que mantienen una relación entre las reservas y los depósitos.

Es claro que el multiplicador monetario es menor cuanto mayor sea la relación reservas/depósitos ( $rd$ ), mientras que éste será menor cuando la relación efectivo/depósitos ( $ed$ ). En el caso de los bancos, se ha observado que durante una recesión tienden a mantener una mayor cantidad de reservas para atender una posible “corrida bancaria”, tal como ocurrió durante la Gran Depresión de los 1930s, mientras que el público, como se mencionó, mantiene más efectivo en sus bolsillos por el motivo precaución, ante la incertidumbre que genera una recesión. En efecto, lo anterior ilustra, por una parte, que el banco central no determina completamente la oferta monetaria en la economía y, por la otra, aunque aumente la base monetaria no podrá estimular la economía durante una recesión.

#### 4.7.2 Información Asimétrica

El tema de la información asimétrica inicia con el análisis de los contratos de compra-venta de automóviles, ya que el comprador no sabe con exactitud el verdadero estado del automóvil que adquiere, mientras que el vendedor sí conoce

las condiciones reales del automóvil. Esto ha dado lugar a muchas estafas y, por ende, a una revisión de la relación entre compradores y vendedores. Este concepto se ha extendido al análisis en las finanzas, en la construcción y, recientemente, en la política monetaria. El concepto de información asimétrica indica que, cuando se establece una relación entre dos agentes económicos, uno de ellos tendrá más información que su contraparte, lo cual le da oportunidad de cometer fraude. En el campo financiero, especialmente en países en desarrollo como Guatemala, es bastante común que el prestatario posea más información que el prestamista, lo cual puede tener implicaciones sobre la solvencia de éste último.

#### **4.7.3 Selección Adversa**

En el campo financiero, el problema de la información asimétrica tiene serias implicaciones, ya que el prestamista, por lo regular, le es muy difícil distinguir entre la capacidad de repago de los prestatarios y tenderá a financiar proyectos que resultan ser un fracaso. La evidencia empírica muestra, por una parte, que los costos de monitoreo de los bancos aumentan durante las recesiones, pero, asimismo, se observa que la cartera en mora de los intermediarios financieros aumenta en esos periodos. La razón es que muchos bancos centrales han incrementado la oferta monetaria, supuestamente para contrarrestar la recesión, y los bancos otorgan préstamos a proyectos sin idoneidad crediticia debido a la pobre información con que cuentan. El aumento de la cartera en mora de los bancos, así como en muchos casos la insolvencia y quiebra de éstos durante las recesiones, tiene su origen en la información asimétrica que induce a los bancos a la selección adversa; sin embargo, la raíz del problema estriba en las políticas monetaria expansivas de muchos bancos centrales que propician la acumulación excesiva de reservas de los bancos.

#### **4.8 Riesgo Moral**

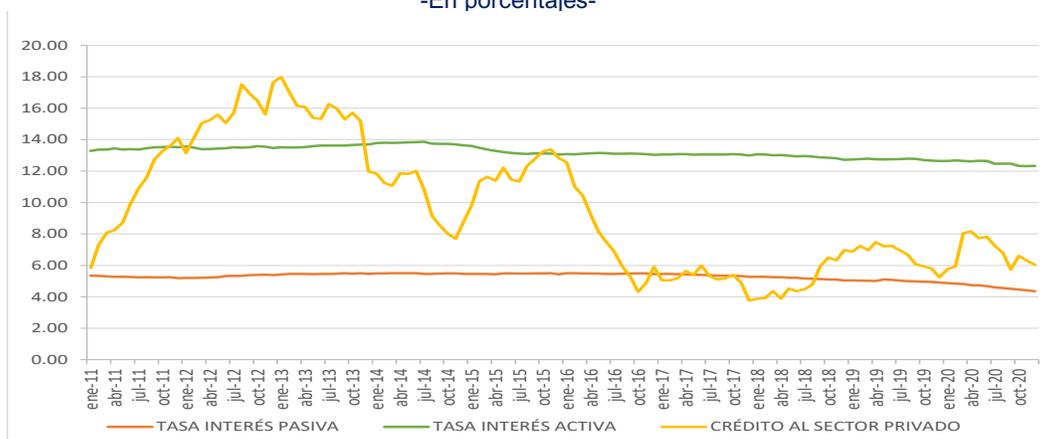
Cuando los bancos experimentan un aumento de las reservas no prestadas implica que tienen la urgencia de otorgar créditos para no incurrir en pérdidas, aunado al incremento de la cartera en mora, como se mencionó, expone a los bancos al riesgo moral, el cual consiste en asumir un mayor riesgo para obtener una

ganancia anormalmente alta. Los bancos buscan ganancias anormalmente altas para resarcirse de las pérdidas generadas por la selección adversa -créditos no recuperados-, lo cual refuerza la fragilidad de los bancos inducida por políticas monetarias laxas.

#### 4.9 Evidencia Empírica

En todo caso, el banco central encuentra muy difícil estimular la producción real durante una recesión, no así la nominal. La evidencia empírica muestra que enfocarse en la producción nominal puede traer beneficios para la economía. Por otra parte, el sistema bancario cumple un papel fundamental en la actividad real y en política monetaria ya que su mecanismo de transmisión es el canal del crédito. La eficiencia en la operación de los bancos se puede ver reflejada en los márgenes de intermediación que garantizan la eficiente utilización de los recursos<sup>8</sup>.

**GRÁFICO 6**  
Guatemala: Tasa de Crecimiento del Crédito Sector Privado y  
Tasas de Interés Activa y Pasiva del Sistema Bancario  
Período: Enero 2011 – Diciembre 2020  
-En porcentajes-



Fuente: Elaboración propia con base en cifras del Banco de Guatemala.

Aunque pareciera ser imperceptible, en los últimos años, la tasa de interés activa se ha mantenido y aunque ha tendido a bajar, su movimiento relativamente lento si se compara con la tasa de interés pasiva es un poco más pronunciado. Este escenario es dominante, hay un escenario que muestra la ineficiencia de los bancos

<sup>8</sup> Guatemala: Margen de intermediación bancaria. Pablo Antonio Marroquín Fernández y Oscar Leonel Herrera Velásquez. Julio de 2010.

comerciales y el poco “estímulo” que tienen para otorgar créditos y realizar su “función principal” de intermediación financiera en la economía, para llamarlo de alguna forma. El desplazamiento que tiene lugar del contingente de activos destinado para créditos a los sectores productivos y que al final se destina a “inversiones más seguras” tanto en bonos del tesoro de la República de Guatemala, valores que emite el Ministerio de Finanzas Públicas o bien en el Banco de Guatemala (Operaciones de Estabilización Monetaria). No es que esté mal invertir en dicha clase de títulos, lo malo es que es demasiado y esas inversiones que pudieron haber sido créditos para el sector productivo no fluye y se desestimula el sector real y engrosa las ganancias de los bancos, (colocando otra buena parte de los créditos en consumo) sin arriesgar mucho, ya que los “títulos del banco central” son cero por ciento riesgo.

**CUADRO 5**  
**Guatemala: Instituciones Bancarias**  
**Composición de las inversiones por año**  
**Período: 2016 – 2020**  
**-En porcentajes-**

AGRUPACIÓN	2016	2017	2018	2019	2020	%
Empresarial mayor	89,341,074	92,711,651	100,983,017	103,626,297	111,820,140	55.4
Empresarial menor	14,626,828	14,060,106	14,076,881	14,990,734	15,089,597	7.5
Microcrédito	2,619,452	2,493,341	2,569,308	2,914,950	3,478,520	1.7
Hipotecario para vivienda	8,145,296	8,648,376	9,758,598	11,305,054	12,232,133	6.1
Consumo	48,089,242	50,206,188	52,300,128	55,939,097	59,101,390	29.3
<b>Total</b>	<b>162,821,891</b>	<b>168,119,663</b>	<b>179,687,931</b>	<b>188,776,133</b>	<b>201,721,780</b>	

Fuente: Boletín anual de estadísticas financieras, Superintendencia de Bancos.

**CUADRO 6**  
**Guatemala: Instituciones Bancarias**  
**Saldos de Préstamos y Descuentos por Destino Económico**  
**Período: 2016- 2020**  
**-En miles de quetzales-**

DESTINO ECONÓMICO	2016	2017	2018	2019	2020	PARTICIPACIÓN 2020
Consumo, Transferencias y Otros Destinos	53,442,574	55,563,064	57,424,693	61,031,086	65,012,965	35.4%
Comercio	20,120,706	19,914,285	22,073,792	8,763,850	24,305,711	13.2%
Establecimientos Financieros, Bienes Inmuebles y Servicios Prestados a las Empresas	15,034,682	17,034,443	19,442,884	13,355,497	23,363,055	12.7%
Industrias Manufactureras	18,532,334	19,401,351	21,830,094	21,833,988	23,139,260	12.6%
Construcción	10,440,082	11,143,136	11,607,778	23,215,662	14,685,994	8.0%
Electricidad, Gas y Agua	14,666,872	13,958,618	14,390,187	12,707,121	13,725,695	7.5%
Agricultura, Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca	9,022,023	8,954,641	8,744,536	20,106,659	8,731,825	4.7%
Servicios Comunes, Sociales y Personales	6,151,368	3,550,485	5,870,738	6,743,439	8,295,335	4.5%
Otros (explotación minas y canteras, transporte y almacenamiento, industrias metálicas básicas)	1,966,591	4,557,466	1,905,624	2,358,727	2,637,620	1.4%
<b>TOTAL</b>	<b>149,377,232</b>	<b>154,077,489</b>	<b>163,290,326</b>	<b>170,116,029</b>	<b>183,897,460</b>	<b>100.0%</b>

Fuente: Boletín anual de estadísticas financieras, Superintendencia de Bancos. (El porcentaje es elaboración propia).

De hecho en Guatemala el crecimiento al sector privado puede ser calificado como raquítico y sólo ha crecido en términos nominales. Por otra parte, la composición del crédito está destinada en gran parte al consumo (35.4%) lo cual no estimula la actividad productiva. En los cuadros anteriores se muestra la participación de los préstamos dedicados a consumo que representan un tercio del total de la cartera de créditos (ver cuadro 6).

En cuanto a las inversiones de los bancos del sistema financiero su composición sólo se conoce hasta el año 2012 ya que en la página de la Superintendencia de Bancos, con cifras hasta junio de ese año se publicó el Informe de Estabilidad Financiera (cuadro 7). Lamentablemente esto es reflejo de la poca cultura de información, la falta de cifras económicas y financieras analíticas que sirven para establecer estudios serios y concisos de la situación de las instituciones financieras del país.

**CUADRO 7**  
**Guatemala: Establecimiento de Crédito**  
**Balance Consolidado**  
**Período: 2011- 2012**  
**-En millones de quetzales-**

ACTIVO	Jun-2011	Jun-2012	Variación	Participación	Participación
	(Millones de Q)		Jun-11/Jun-12	Jun-2011	Jun-2012
				%	
Disponibilidades	27,965	30,732	9.9	14.7	14.7
Inversiones	54,645	55,312	1.2	28.6	26.4
Gobierno Central	29,498	32,018	8.5	15.5	15.3
Banco Central	14,561	11,337	-22.1	7.6	5.4
Cédulas Hipotecarias	7,518	8,424	12.1	3.9	4.0
Otras	3,069	3,535	15.2	1.6	1.7
Cartera de Créditos	96,753	111,269	15.0	50.7	53.1
Otras Inversiones 1/	3,083	3,307	7.3	1.6	1.6
Inmuebles y Muebles	3,855	4,105	6.5	2.0	2.0
Cargos Diferidos	1,578	1,642	4.1	0.8	0.8
Otros Activos 2/	2,906	3,344	15.1	1.5	1.6
<b>TOTAL ACTIVO 3/</b>	<b>190,784</b>	<b>209,711</b>	<b>9.9</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
PASIVO Y CAPITAL	Jun-2011	Jun-2012	Variación	Participación	Participación
	(Millones de Q)		Jun-11/Jun-12	Jun-2011	Jun-2012
				%	
Depósitos	145,697	155,999	7.1	76.4	74.4
Monetarios	54,622	57,174	4.7	28.6	27.3
Ahorro	30,633	32,171	5.0	16.1	15.3
Plazo Fijo	59,937	65,940	10.0	31.4	31.4
Otros	505	713	41.3	0.3	0.3
Créditos Obtenidos del Exterior	14,454	19,401	34.2	7.6	9.3
Obligaciones Financieras	5,281	5,623	6.5	2.8	2.7
Provisiones	390	467	19.6	0.2	0.2
Créditos Diferidos	160	156	-2.1	0.1	0.1
Otros Pasivos 4/	5,991	7,023	17.2	3.1	3.3
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>171,973</b>	<b>188,669</b>	<b>9.7</b>	<b>90.1</b>	<b>90.0</b>
Otras Cuenta Acreedoras	671	750	11.8	0.4	0.4
<b>CAPITAL CONTABLE</b>	<b>18,140</b>	<b>20,292</b>	<b>11.9</b>	<b>9.5</b>	<b>9.7</b>
<b>TOTAL PASIVO Y CAPITAL</b>	<b>190,784</b>	<b>209,711</b>	<b>9.9</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

1/ Incluye: Inversiones permanentes y bienes realizables.

2/ Incluye: Cuentas por cobrar, productos financieros por cobrar y sucursales, casa matriz y departamentos adscritos.

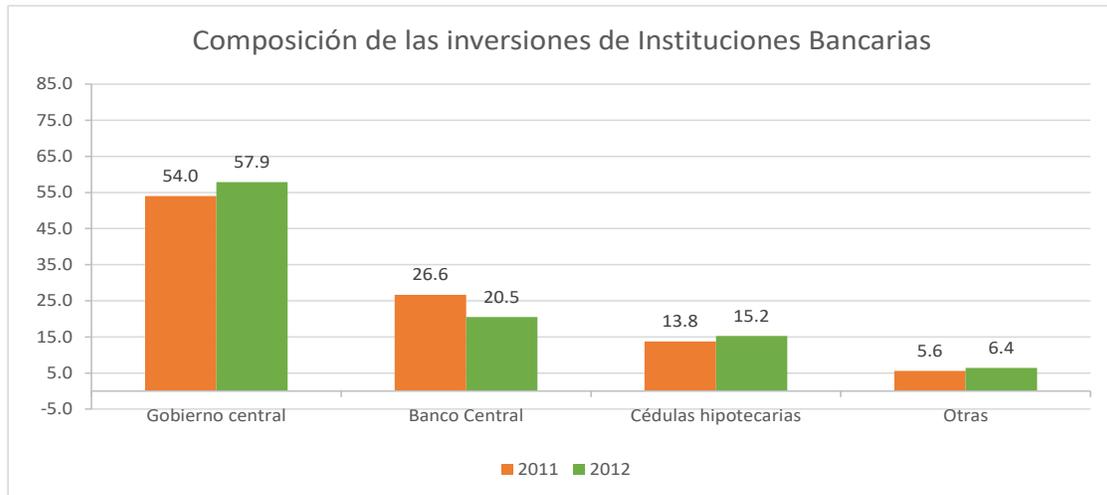
3/ Incluye: Moneda nacional y moneda extranjera.

4/ Incluye: Cuentas por pagar, gastos financieros por pagar, otros créditos obtenidos, otras obligaciones y sucursales, casa matriz y departamentos adscritos.

Fuente: Informe de estabilidad financiera no. 11. Superintendencia de Bancos.

Con base al cuadro 7, se presenta la siguiente gráfica del nivel de inversiones de las instituciones bancarias del sistema financiero a junio de 2011 y 2012 respectivamente, donde para cada año, aproximadamente el 80% de la composición de esas inversiones está destinada a inversiones en títulos valores públicos, para ser precisos: Inversiones en Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, con el gobierno y Certificados de Depósito a Plazo con el banco central. A pesar que la evidencia empírica muestre esto, no es concluyente, con más cifras y enfocándose en las causas podría contruirse un escenario y estudio más robusto del tema.

**GRÁFICO 7**  
Guatemala: Instituciones bancarias  
Composición de las Inversiones por Año  
Período: 2011 -2012  
-En porcentajes-



Fuente: Informe de estabilidad financiera no. 11. Superintendencia de Bancos.

## CAPITULO V

### **Objetivos, Metas y Procedimientos Operativos en la Banca Central Moderna**

Durante los últimos veinte años, la mayoría de bancos centrales del mundo han modificado sus políticas monetarias debido a los cambios en el contexto macroeconómico tanto interno como externo y, además, por los avances en materia de teoría monetaria. En efecto, el mayor papel que juegan las expectativas de los agentes ha inducido a las autoridades a la búsqueda de un esquema que coadyuve a “anclar las expectativas inflacionarias”, es decir, a tratar de que los agentes económicos logren alinear sus expectativas con la gestión monetaria, por lo que la política monetaria se torna mucho más efectiva y eficiente.

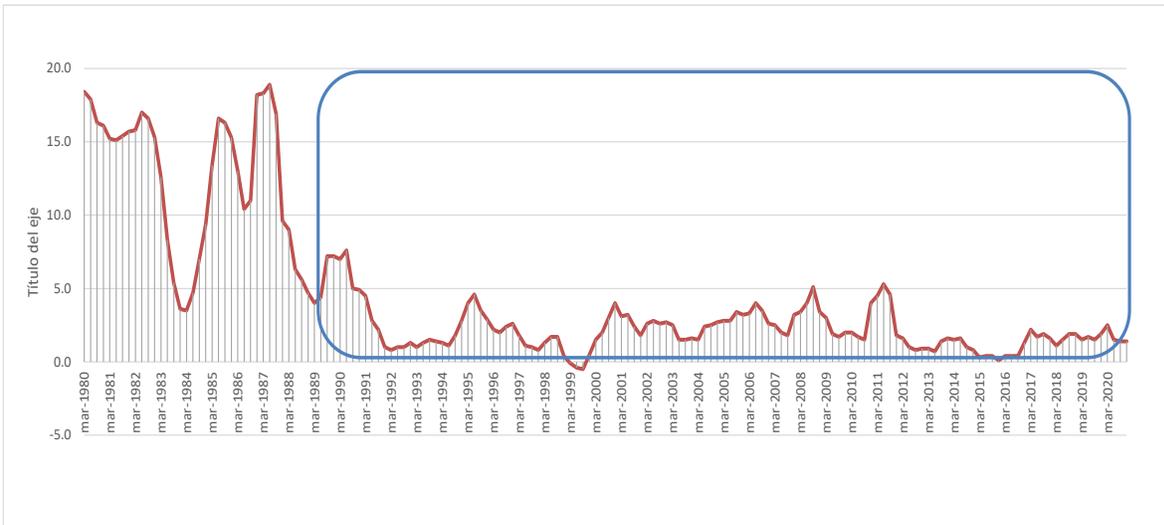
En lo externo, como se mencionó, existe una gran movilidad de capitales como resultado de los avances tecnológicos en materia de computación, lo que propicia la transferencia de recursos financieros en tiempo real. Esto hace difícil que un banco central pueda determinar con certeza una cantidad de dinero específica. Además, la gran variedad de instrumentos financieros que han aparecido en los mercados han propiciado una gran variabilidad de la demanda de dinero, lo que dificulta una política monetaria sustentada en variables cuantitativas. Derivado de lo anterior, los bancos centrales han optado por esquemas de política monetaria que promuevan la credibilidad, la transparencia y la rendición de cuentas, tanto con el público como con las autoridades políticas.

Cabe indicar que, países como Nueva Zelanda, Chile, México, Brasil, Colombia, para nombrar a los principales, han optado por un esquema de gestión monetaria que se sustente en mantener una inflación baja y, fundamentalmente, estable. En ese sentido, el primer paso lógico ha sido la elección de un ancla nominal sustentable, eficiente y entendible por el público. El ancla nominal, como se indicó, es la variable que el banco central toma como exógena y le fija un valor, para luego permitir que el resto de variables macroeconómicas y, por supuesto, sus instrumentos de política monetaria se ajusten endógenamente al valor elegido para el ancla nominal.

En ese contexto, la mayoría de bancos centrales modernos han adoptado a la tasa de inflación como ancla nominal, debido a que reduce los costos tanto macroeconómicos como sociales que se mencionaron anteriormente. En la literatura económica, este esquema se conoce “metas explícitas de inflación”, ya que el banco central elige una determinada meta de inflación y la anuncia al público. Al elegir y anunciar al público una meta de inflación, el banco central busca fortalecer su credibilidad y transparencia, ya que debe, asimismo, anunciar la trayectoria de los instrumentos de política para alcanzar la meta anunciada. A cambio de esto, la sociedad le otorga al banco central independencia y éste debe rendir cuentas al final del periodo para el cual eligió la meta de inflación. Es importante mencionar que muchos países en desarrollo, como el nuestro, los bancos centrales han optado por un rango-meta para la tasa de inflación, ya que estos países están mucho más expuestos a shocks exógenos de oferta que hacen difícil que se cumpla con una meta puntual. Otros países con más tradición se ha observado una convergencia de la inflación y estabilidad en el largo plazo, tal es el caso de Nueva Zelanda.

Como se observa en el gráfico 8, bajo un esquema de metas explícitas de inflación en Nueva Zelanda, la inflación se ha mantenido en un escenario estable y desde su adopción (1989) su evolución en el tiempo ha tendido a mantenerse en ritmos menores a dos dígitos.

**GRÁFICO 8**  
**NUEVA ZELANDA: INFLACIÓN**  
**Período 1980 – 2020**  
**-En porcentajes-**



Fuente: Banco de Reserva de Nueva Zelanda

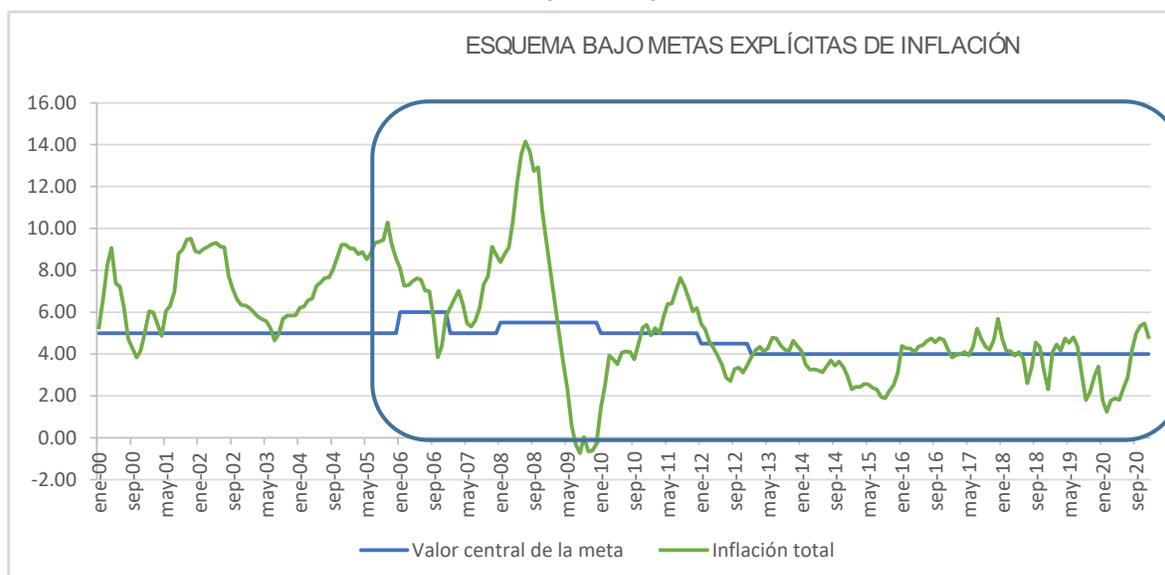
### 5.1 Esquema de Metas Explícitas de Inflación en Guatemala

En el caso específico de Guatemala, la reforma de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala aprobada mediante el Decreto 16-2002, establece con claridad que el objetivo de éste ente emisor es alcanzar y mantener la estabilidad del nivel general de precios, lo cual fomenta la transparencia porque establece un único objetivo de la gestión monetaria, es decir, queda claro que para el Banco de Guatemala el ancla nominal es la tasa de inflación. La singularización del ancla nominal del banco central, busca evitar la inconsistencia dinámica de la política monetaria nacional; además, pone un freno al sesgo inflacionario, lo cual fortalece la credibilidad, eficacia, y eficiencia de la gestión monetaria guatemalteca.

El ancla nominal, como se indicó, es la variable que el banco central toma como exógena y le fija un valor, para luego permitir que el resto de variables macroeconómicas y, por supuesto, sus instrumentos de política monetaria se ajusten endógenamente al valor elegido para el ancla nominal. La mayoría de bancos centrales modernos han adoptado a la tasa de inflación como ancla nominal, debido a que reduce los costos tanto macroeconómicos como sociales.

En razón de lo expuesto, el Banco de Guatemala se vio en la necesidad de modificar sus procedimientos operativos, con el fin de modernizarlos para que estuviesen en concordancia con el nuevo marco operativo que rige a la política monetaria en nuestro país. A partir del año 2005 Guatemala entra en un esquema de metas explícitas de inflación que tiene como objetivo mantener una inflación baja y estable. Más adelante se desarrolla el tema, así como una evolución reciente de la política monetaria en el país.

**GRÁFICO 9**  
**GUATEMALA: INFLACIÓN Y META CENTRAL**  
**Período 2000 - 2020**  
**-En porcentajes-**



Fuente: Banco de Guatemala

## 5.2 La Regla de Taylor

La regla de Taylor, como ya se explicó en el marco teórico de este informe, es uno de los procedimientos operativos más utilizados en la actualidad por la mayoría de bancos centrales y en el cual se analiza la función de reacción de diferentes bancos centrales que buscan estabilizar tanto la inflación como la producción. En ese proyecto se analizó las desviaciones de la tasa de interés respecto de una tasa compatible con el pleno empleo -tasa natural- y se encontró que la mayoría de bancos centrales alteraban su tasa de interés en respuesta a cambios en la inflación y a modificaciones en la renta nominal.

Como se expresó también, en el caso específico de Guatemala, la regla de política monetaria difiere operativamente, pero conceptualmente se sustenta en la Regla de Taylor original. La regla que utiliza el Banco de Guatemala es:

$$i_t = A1i_{t-1} + (1-A1)(in_t) + A2((infc_{t+4}) - infc_{meta}) + A3(q_t - q^*) \quad (2)$$

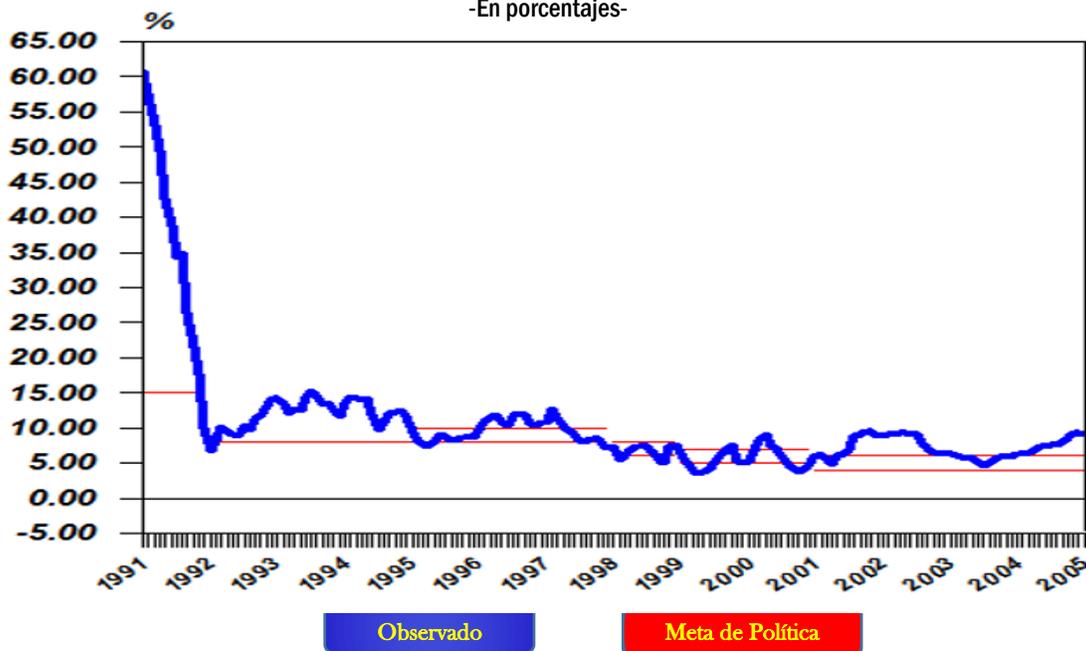
Es importante acotar que, la regla de política monetaria utilizada por el Banco de Guatemala representa un claro avance respecto de la regla originalmente propuesta por John B. Taylor, ya que utiliza la inflación esperada para cuatro períodos, es decir, es pro activa y, por lo tanto, trata de anticipar los eventos inflacionarios, ya que el mecanismo de transmisión es lento y, en cierta forma, incierto en el corto y mediano plazos. Asimismo, el sustento teórico es idéntico, ya que cuando la inflación esperada es mayor que la inflación meta, el banco central deberá aumentar la tasa líder y, por el contrario, la tasa se podrá reducir si la inflación desciende por debajo de la meta. De igual manera, cuando la producción está debajo de su potencial, se podrá reducir la tasa de interés líder y se aumentará cuando exista sobre calentamiento de la actividad económica.

### **5.3 Efectividad de la Política Monetaria bajo un Esquema de Metas Explícitas de Inflación**

En un esquema de metas explícitas de inflación la autoridad monetaria tiene como objetivo mantener una inflación baja y estable. La meta de inflación constituye el ancla nominal de la política monetaria y, por lo tanto, orienta las acciones de la autoridad monetaria y las expectativas de los agentes económicos. Para evaluar la consecución de la meta, la Junta Monetaria determinó dar seguimiento a la variación interanual del Índice de Precios del Consumidor (IPC) calculado por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Como instrumento de política monetaria se utiliza la tasa de interés líder de política monetaria, la cual se revisa periódicamente, de acuerdo con un calendario que define con anticipación la Junta Monetaria, a efecto de brindar certeza a los agentes económicos (***Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2019, y perspectivas económicas para 2020. Pag. 100***).

Desde el año 2005 el esquema de metas explícitas de inflación establece que la meta de inflación constituye el ancla nominal de la política monetaria. Luego en junio de 2011 se implementó un cambio significativo en la política monetaria al pasar de un esquema de seguimiento de la tasa de interés de los depósitos a plazo a 7 días a la tasa de interés de 1 día. Según se indica en la evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2019 y perspectivas económicas para 2020, esto ha permitido un manejo más eficiente de la liquidez del sistema bancario y manda el mensaje que el banco central está dispuesto a procurar que la liquidez diaria sea la adecuada y poner diariamente a disposición de los bancos del sistema las facilidades permanentes de inyección, todos estos factores contribuyen a mejorar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

GRÁFICO 10  
 GUATEMALA: INFLACIÓN INTERANUAL Y META DE POLÍTICA  
 Período: 1991 - 2005  
 -En porcentajes-



Fuente: Elaboración propia con base en información del Banco de Guatemala

#### 5.4 Mecanismos de Transmisión de la Política Monetaria

“Uno de los temas más importante en la banca central moderna se refiere a los mecanismos de transmisión de las medidas de política monetaria al resto de la economía y al control de la inflación. El desafío es el siguiente: los bancos centrales usan como instrumento de política una tasa de interés de muy corto plazo, la que tiene incidencia sobre un mercado pequeño de transacciones financieras de muy corto plazo (24 horas) entre bancos (overnight rates). La pregunta, entonces, es de qué manera una alteración al precio en un mercado muy limitado y especializado se transmite al resto de la economía. En la teoría de banca central hay tres mecanismos de transmisión esenciales”<sup>9</sup>:

“La curva de rendimiento en el mercado de capitales. Se espera que los aumentos de la tasa corta se transmitan a las tasas más largas, Este mecanismo de transmisión asume distintas características en distintos países, y suele ser menor que uno, y ser variante en el tiempo. Un aumento de la Tasa de Política Monetaria de 25 puntos básicos se traslada, en promedio y en general, en un aumento de la tasa larga de 10 años, casi siempre en menos de 25 puntos básicos. Muchas veces la transmisión se “tranca” y los aumentos de la TPM no se traducen en mayores tasas largas. Es lo que el exjefe de la Reserva Federal Alan Greenspan llamó un “conundrum”. Finalmente hay ciertos casos en que la tasa corta aumenta y la tasa larga cae, produciéndose una “inversión de la curva de rendimiento”, suceso que habitualmente antecede - pero no causa - una recesión. En Guatemala debido al escaso desarrollo del mercado secundario no es posible fabricar una curva de rendimientos ya que éstos representan los precios y rendimientos de los instrumentos financieros y su comportamiento en el mercado. Generalmente, la curva de rendimientos tiene una pendiente positiva debido a que, a un mayor plazo, los inversionistas esperarían un rendimiento más alto. Sin embargo, existe la posibilidad de que esta curva se invierta, y esto no es precisamente una buena señal”.

---

<sup>9</sup> Evaluación del diseño e implementación de la Política Monetaria y Cambiaria del Banco de Guatemala. Sebastian Edwards, Ph.D. Henry Ford II Professor of International Economics. UCLA.

“El segundo mecanismo de transmisión es el tipo de cambio, a través del llamado “carry trade”. Un aumento en la tasa de interés doméstica (especialmente si este es transmitido a lo largo de la curva) resultará en un influjo de capitales y una apreciación de la moneda local, la que contribuirá a moderar el aumento de los precios de bienes transables, y de esta manera a reducir las presiones inflacionarias. Para entender la fuerza de este canal de transmisión se debe tener buenas, precisas y confiables estimaciones de los “coeficientes de traslado” o “pass through coefficients”, algo que falta en Guatemala”<sup>10</sup>.

“El tercer canal a través del cual se transmite la política monetaria es el de las expectativas de inflación. Por eso la importancia de mantener un ancla inflacionaria, que le dé seguridad a la población que la inflación se mantendrá dentro de los parámetros de la meta sugerida por el Banco Central. Si esta ancla falla se producen aumentos de precios adelantados y defensivos los que casi siempre terminan siendo validados por parte del sector monetario, ya sea por medio de un aumento de la velocidad de circulación o una mayor liquidez.

Debilidades de los mecanismos de transmisión: En el caso de Guatemala, una de las principales limitantes encontrados por el Banguat para llevar a cabo su política monetaria en la manera más eficiente es que, en la realidad, los mecanismos de transmisión son débiles. Esto es particularmente el caso de la curva de rendimientos, cuestión que fue manifestada con claridad en la evaluación de la labor del Banco llevada a cabo en 2012 y por el estudio del profesor y ex alto funcionario del FMI, Peter Montiel (2015). Los resultados de este estudio indican que un aumento de la tasa líder de 25 puntos básicos se traslada en un aumento de la tasa activa de tan solo 7 puntos básicos con siete trimestres de rezago (con un intervalo de confianza que va del 0 a 14p.b.). Vale decir, la transmisión no solo es muy moderada; además, es muy lenta. Montiel atribuye este débil mecanismo de transmisión a través de la curva de rendimiento tanto a factores macroeconómicos como microeconómicos, incluyendo, especialmente, el escaso desarrollo del

---

<sup>10</sup> Evaluación del diseño e implementación de la Política Monetaria y Cambiaria del Banco de Guatemala. Sebastian Edwards, Ph.D. Henry Ford II Professor of International Economics. UCLA.



## 5.5 Conducción de la Política Monetaria y Cambiaria

Guatemala es una economía pequeña y abierta con libre movilidad de capitales y su evolución reciente –en cuanto a política monetaria se refiere– ha pasado por esquemas de agregados monetarios, así mismo una suerte entre agregados monetarios con variables indicativas de política monetaria e inflación (tasas de corto plazo con objetivos intermedios y expectativas de inflación (objetivo intermedio) y más recientemente (a partir del año 2005), un modelo de metas explícitas de inflación que ha permitido estabilidad en el tipo de cambio y alcanzar las metas de inflación trazadas a lo largo de este período. Los cambios en la tasa líder, desde la perspectiva del mecanismos de transmisión, tiene incidencia directa sobre una serie de variables macroeconómicas importantes entre ellas, las expectativas de inflación, las cuales inciden de manera directa en la formulación de salarios y fijación de precios, los que a su vez determinan la evolución futura de la inflación (*Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2019, y perspectivas económicas para 2020. Pag. 108*).

En Guatemala hasta 1989 el tipo de cambio y las tasas de interés máxima eran fijadas por el banco central, esto implicó grandes retos en los precios macroeconómicos y la evolución de los agregados monetarios, aunado a eso desde los años 80 debido a los grandes déficit fiscales y una utilización de la reservas del país para el gasto público, las reservas monetarias internacionales se agotaron.

Si bien es cierto que a partir de 2005 se implementó un esquema de Metas Explícitas de Inflación, sin duda alguna, un punto de inflexión en la conducción de la política monetaria fue la resolución de Junta Monetaria JM-171-2011, Evaluación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a noviembre de 2011 y la Propuesta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, donde se abordaron los aspectos coyunturales y estructurales de la política monetaria; así como temas relevantes para la coordinación de la política monetaria y fiscal y lograr así el sostenimiento de la estabilidad macroeconómica, y que haciendo eco a los cambios en la mayoría de bancos centrales en el mundo, particularmente los que operan bajo el esquema de metas explícitas de inflación; en dicha resolución la política monetaria no definió

período de vigencia definido (atemporal), lo cual brinda confianza y refleja la oportunidad y flexibilidad que debe tener la política monetaria, así como la certeza que brinda a los agentes económicos respecto del compromiso de la autoridad monetaria.

Los puntos relevantes bajo el esquema de metas explícitas de inflación de dicha resolución de Junta Monetaria, aparte del compromiso atemporal asumido por la autoridad monetaria, pueden resumirse en seis puntos clave que determinan la política monetaria, cambiaria y crediticia y le dan un matiz coherente a partir de ese momento.

Para principiar, el objetivo fundamental y meta de política que consiste en propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias más favorables que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios. En ese escenario, definir una meta de inflación se convierte en el punto central de este objetivo. El segundo factor fueron las variables indicativas, las cuales permiten orientar las acciones de política monetaria hacia la consecución de la meta de inflación de mediano plazo. Entre estas variables están el ritmo inflacionario total proyectado, el ritmo inflacionario subyacente proyectado, expectativas de inflación del panel de analistas privados, tasa de interés parámetro (basada en la regla de Taylor) y la tasa de interés de política monetaria del Modelo Macroeconómico Semiestructural (MMS). Como tercer punto están las Variables Informativas, que se convierten en herramientas cuantitativas de pronóstico y que permite a la autoridad monetaria profundizar en el análisis macroeconómico. Entre estas variables están la Emisión Monetaria, Medios de Pago, Crédito Bancario al Sector Privado que es una tasa de variación interanual mediante proyecciones macroeconómicas consistentes de su tasa de variación interanual, Tipo de Cambio Real de Equilibrio, Tasa de Interés Activa y Pasiva, promedio ponderado del sistema bancario, Tasa de Interés de corto plazo que es el seguimiento a la tasa de interés de operaciones de reporto al plazo de 1 día. Como cuarto punto el Enfoque del Esquema de Metas Explícitas de Inflación, orienta la participación del banco central tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario.

Como primer eje de acción para este esquema se encuentra la participación del Banco de Guatemala privilegiando el objetivo fundamental. Como segundo eje, las operaciones de estabilización monetaria que se convierten en el principal instrumento indirecto para moderar la liquidez de la economía por medio de algunos instrumentos tales como la recepción de depósitos a plazo por neutralización de liquidez, operaciones de inyección de liquidez, realización de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, en condiciones de mercado. Por último, la flexibilidad cambiaria, si bien el tipo de cambio nominal es dominado por la interacción entre oferentes y demandantes de divisas, existen razones para justificar la participación del banco central, siempre y cuando dicha participación tenga como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio sin alterar o modificar su tendencia.

Luego el quinto punto de dicha resolución son los Instrumentos de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia, que se divide en tres grandes grupos, el primero es la política monetaria, que abarca a su vez tres componentes; la tasa de interés líder de política monetaria, las operaciones de estabilización monetaria y el encaje bancario. El primero de ellos, la tasa de interés líder de política monetaria, es uno de los instrumentos más importantes y de referencia para las operaciones overnight que utiliza la autoridad monetaria para dar a conocer la postura de política monetaria. El segundo componente, las operaciones de estabilización monetaria que según se indica es el instrumento central para moderar la liquidez primaria ya que es el que menos distorsiona el funcionamiento del mercado financiero. Dentro de estas operaciones de estabilización monetaria se divide a su vez en tres grupos: el primero de ellos son las operaciones de neutralización de liquidez en donde se encuentran los siguientes instrumentos: subastas de neutralización a 1 día plazo, subastas de facilidad permanente por medio del sistema de la Bolsa de Valores Nacional, S.A. a 1 día plazo, por medio de subastas competitivas con fechas de vencimiento por medio de las bolsas de valores que operan en el país con cupos determinados y en este mismo mecanismo, las entidades públicas, siempre por fecha de vencimiento, sin cupos establecidos y por último, el mecanismo de ventanilla con entidades del sector público. El segundo grupo son las operaciones

de inyección de liquidez que por medio de la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero (MEBD) y el Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S.A., tenga el banco central para inyectar liquidez a los bancos que lo requieran, aceptando como garantía o colaterales los depósitos a plazo del Banco de Guatemala y los Bonos del Tesoro que son valorizados conforme metodología que apruebe el Comité de Ejecución. El tercer componente, la recepción de depósitos a plazo, cuyos vencimientos superen un año, para que gradualmente el Banco de Guatemala tenga una posición menos deudora frente al mercado de dinero. Acá también hay que resaltar las operaciones de mercado abierto que el banco central eventualmente pueda negociar con bonos del tesoro de la República de Guatemala, esto está establecido en el artículo 46 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala. El tercer componente es el encaje bancario en un porcentaje de 14.6% de los depósitos en moneda nacional o extranjera de los bancos del sistema. El segundo grupo de los instrumentos de política monetaria, cambiaria y crediticia, es la política cambiaria, que básicamente se divide en dos componentes; uno es la regla de participación a fin de moderar la volatilidad del tipo de cambio sin afectar su tendencia. Por otra parte está la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, esto permitirá regular la liquidez en moneda extranjera, mediante la captación de depósitos a plazo en dólares. El último grupo es la política crediticia que refiere a la asistencia crediticia del banco central a los bancos del sistema como prestamista de última instancia.

Sexto, medidas para contribuir a la efectividad de la Política Monetaria, dentro de este grupo se incluyen nueve medidas para contribuir a la efectividad de la política monetaria, la primera es la eliminación del mecanismo de recepción de depósitos a plazo con el sector privado no financiero en ventanilla, a partir del 1 de enero de 2012. Como segunda medida, la información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores, los bancos del sistema y sociedades financieras deben informar diariamente al Banco de Guatemala las características financieras y operaciones que realicen con Depósitos a Plazo y Bonos del Tesoro de la República de Guatemala, en el mercado bursátil y extrabursátil. La tercera medida es contar con información de la tasa de interés

interbancaria de las operaciones de reporto al plazo de 1 día. Como cuarta medida y complementaria a la anterior, la información que se instruye a los bancos del sistema y sociedades financieras entreguen diariamente al banco central sobre su posición de liquidez. La quinta medida es la instrucción de informar al Banco de Guatemala sobre las operaciones que realizan las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas. La número seis se refiere a la instrucción a las instituciones que conforman el Mercado Institucional de Divisas para que informen al Banco de Guatemala de las características financieras de los contratos forward negociados y liquidados. La séptima medida es una adecuada coordinación de la política fiscal y monetaria, así como una consolidación fiscal mediante el logro de déficit fiscales consistentes con la sustentabilidad de la deuda pública en el mediano plazo. La octava medida es la transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala, que se refiere específicamente a que el banco central de a conocer mediante informes y publicaciones periódicas lo dispuesto en materia de política monetaria para el logro del objetivo fundamental y que brinde certeza a los agentes económicos. Como noveno punto, la revisión de la política monetaria, cambiaria y crediticia, por lo menos una vez al año a fin de proponer las modificaciones necesarias a la misma.

El anclaje de las expectativas de inflación, determinar un esquema de flexibilidad cambiaria como fundamental para el fortalecimiento del esquemas de metas explícitas de inflación, acciones que tiendan a la modernización, desarrollo y fortalecimiento del mercado secundario, la adopción de las operaciones de estabilización de corto plazo (overnight), las variables indicativas que tienen como fin orientar las acciones de política monetaria, las variables informativas así como los instrumentos de política monetaria donde resulta de especial importancia la tasa de interés líder de política monetaria, así como las operaciones de neutralización de liquidez y de inyección de liquidez; el seguimiento al ritmo inflacionario y las expectativas de inflación del panel de analistas privados con horizontes móviles de 12 y 24 meses comparativos con los niveles de inflación proyectados.

### 5.5.1 Encuesta Económica, Aspectos Relevantes.

Esta encuesta lo que busca es medir la percepción actual y futura de la situación económica y el clima de negocios en base a la opinión de los analistas privados consultados. Persigue obtener una apreciación sobre la evolución económica en el futuro. El índice que se construye se denomina Índice de Confianza de la Actividad Económica (ICAE).

**CUADRO 8**

**ÍNDICE DE CONFIANZA DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA DEL SECTOR PRIVADO  
ENERO DE 2019 - DICIEMBRE DE 2020**

**-En porcentajes-**

Mes	Índice	Variación (%)		
		Intermensual	Interanual	Acumulada
<b>2019</b>				
Enero	47.76	-2.15	-2.97	-2.15
Febrero	43.29	-9.36	-7.56	-11.31
Marzo	44.58	2.98	-5.77	-8.67
Abril	44.61	0.07	4.03	-8.60
Mayo	46.96	5.27	13.84	-3.79
Junio	37.52	-20.10	-15.27	-23.13
Julio	42.50	13.27	7.38	-12.93
Agosto	46.70	9.88	5.73	-4.32
Septiembre	47.08	0.81	7.00	-3.54
Octubre	52.92	12.40	18.07	8.42
Noviembre	58.16	9.90	28.47	19.16
Diciembre	59.27	1.91	21.43	21.43
<b>2020</b>				
Enero	66.50	12.20	39.24	12.20
Febrero	71.07	6.87	64.17	19.91
Marzo	57.52	-19.07	29.03	-2.95
Abril	32.64	-43.25	-26.83	-44.93
Mayo	38.84	19.00	-17.29	-34.47
Junio	36.40	-6.28	-2.99	-38.59
Julio	38.68	6.26	-8.99	-34.74
Agosto	47.88	23.78	2.53	-19.22
Septiembre	53.38	11.49	13.38	-9.94
Octubre	52.24	-2.14	-1.28	-11.86
Noviembre	49.03	-6.14	-15.70	-17.28
Diciembre	49.84	1.65	-15.91	-15.91

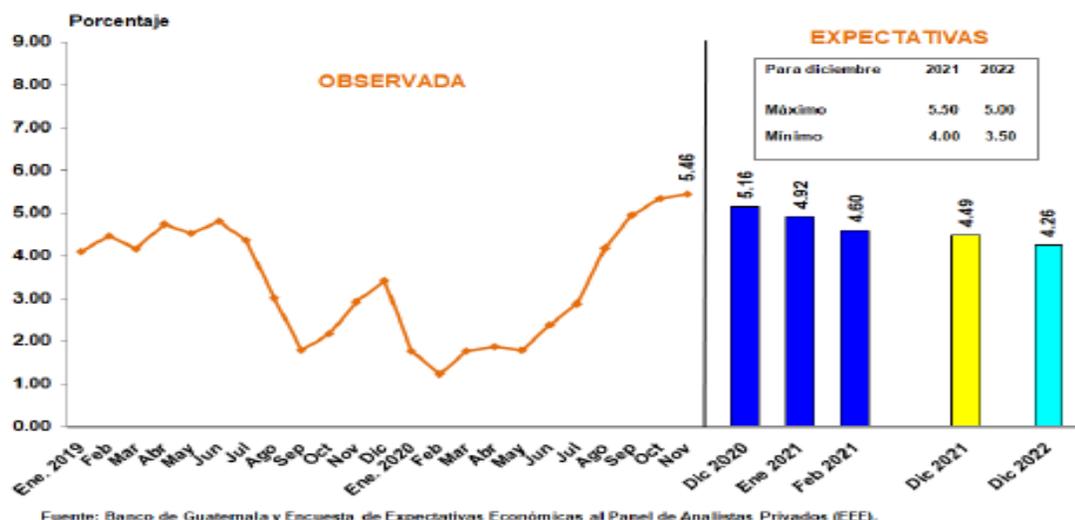
Fuente: Pagina en internet del Banco de Guatemala. Encuesta de Expectativas Económicas –EEE–.

Pronostica un rango de inflación para los meses siguientes y adicionalmente un horizonte de 12 y 24 meses. En el esquema de metas explícitas de inflación, la autoridad monetaria tiene el objetivo de mantener una inflación baja y estable, mediante su influencia sobre las expectativas de los agentes económicos. En ese sentido, el compromiso del banco central con la estabilidad de precios permite que sean más claras las señales de las acciones futuras de política monetaria que inciden en los mercados de bienes, de servicios, de dinero y cambiario. Además,

permite que los precios relativos sean más estables y que se reduzca la incertidumbre, lo que coadyuva a moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, proveyendo una referencia adecuada con relación a la evolución futura de la inflación. Esto conlleva a esperar un clima más propicio para lograr mayores niveles de inversión, productividad y desarrollo financiero.

El ICAE se construye en base a la percepción, tanto actual como prevista, de la situación económica, clima de negocios y perspectiva económica y financiero de los analistas económicos entrevistados. A continuación una gráfica de inflación con escenarios extraídos de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados (EEE).

**GRÁFICO 12**  
**INFLACIÓN**  
**OBSERVADA Y EXPECTATIVAS**  
**2019 - 2022**  
 -En porcentajes-



Según resultados de ésta encuesta, los factores que podrían explicar el pronóstico de inflación para diciembre de 2022 son: el comportamiento de los precios de los combustibles, la trayectoria internacional del petróleo, los precios de las materias primas, el desempeño de la política fiscal, la estacionalidad de los

productos agrícolas, el desempeño de la política monetaria y las condiciones climáticas<sup>12</sup>.

Al panel se le plantean una serie de preguntas las cuales se reproducen a continuación.

**CUADRO 9**  
**INDICADORES SOBRE EL NIVEL DE CONFIANZA**  
**Proyecciones 2021-2022**  
**-En porcentajes-**

Pregunta	2021											2022		
	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre	Enero	Febrero	
1. ¿Cómo considera que evolucione el clima de los negocios para las actividades productivas del sector privado en los próximos seis meses en comparación con los pasados seis meses?	Mejorará	62.5%	68.8%	52.6%	36.8%	47.6%	50.0%	13.0%	22.7%	31.6%	36.8%	47.6%	55.0%	50.0%
	Igual	37.5%	31.2%	47.4%	57.9%	52.4%	50.0%	78.3%	72.7%	68.4%	63.2%	52.4%	45.0%	50.0%
	Empeorará	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	0.0%	0.0%	8.7%	4.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2. ¿Considera usted que actualmente la economía del país está mejor que hace un año?	Sí	18.8%	6.3%	79.0%	77.8%	85.7%	94.4%	91.3%	86.4%	84.2%	94.7%	95.0%	100.0%	95.0%
	No	81.2%	93.7%	21.0%	22.2%	14.3%	5.6%	8.7%	13.6%	15.8%	5.3%	5.0%	0.0%	5.0%
3. ¿Espera usted que la evolución económica del país mejore durante los próximos seis meses?	Sí	81.2%	93.3%	84.2%	89.5%	90.5%	60.0%	60.9%	68.2%	68.4%	88.0%	90.0%	89.5%	75.0%
	No	18.8%	6.7%	15.8%	10.5%	9.5%	40.0%	39.1%	31.8%	31.6%	11.1%	10.0%	10.5%	25.0%
4. ¿Cómo considera que sea la coyuntura actual de las empresas en el país para efectuar inversiones?	Buen momento	18.8%	18.8%	15.8%	15.8%	28.6%	20.0%	21.7%	18.2%	21.1%	36.9%	42.9%	45.0%	35.0%
	No está seguro	75.0%	68.7%	73.7%	73.7%	66.7%	80.0%	69.6%	77.3%	68.4%	52.6%	47.6%	45.0%	60.0%
	Mal momento	6.2%	12.5%	10.5%	10.5%	4.7%	0.0%	8.7%	4.5%	10.5%	10.5%	9.5%	10.0%	5.0%

Los pronósticos se vuelven una herramienta central y una guía confiable para medir el impacto de la política monetaria; por lo tanto, las encuestas de especialistas del sector privado sobre variables macroeconómicas, reducen en cierta medida los riesgos asociados con la toma de decisiones.

Otro aspecto importante a considerar es que regularmente los modelos de pronóstico internos (del banco central) resultan fiables en escenarios de calma, con poca volatilidad y cuando los mercados están operando en condiciones normales; por lo tanto ahí, la percepción de los especialistas económicos suele no ser tan

<sup>12</sup> Tomado de la Encuesta de Expectativas Económicas al Panel de Analistas Privados, diciembre 2020.

relevante ya que fácilmente se pueden predecir o anticipar esos pronósticos. En tanto la economía esté estable sus pronósticos suelen ser relativamente “relevantes” ya que es más fácil predecir el comportamiento de la economía. Por otra parte, en escenarios convulsos o cuando la economía opera bajo fuertes shocks o está en un momento geopolítico, económico, social o político abrupto, es ahí cuando cobran relevancia los pronósticos de los especialistas y las encuestas resultan ser de una ayuda extrema ya que la percepción de la economía es recogida por la opinión de los especialistas y canalizada a la encuesta, no tanto por modelos o reglas de pronóstico.

Es evidente por otra parte, que los analistas privados no tienen un “modelo preciso” a la mano que corran cada vez que tengan que entregar sus pronósticos, tampoco una varita mágica que adivine la evolución reciente y futura de la economía, por lo cual sus pronósticos son en definitiva percepciones de un experto que pueden y son muchas veces subjetivas.

### **5.5.2 Índice de Precios al Consumidor (IPC)**

Un tema que recientemente ha estado en círculos de pensamiento económico son las cifras de inflación ya que no es un secreto que las cifras actuales del Índice de Precios al Consumidor (IPC) no representan una medición exacta y no brindan certeza para decisiones de política monetaria, menos aún para decisiones de política económica; las cifras de inflación y salarios no es un dato congruente con la realidad de los guatemaltecos. No es posible hacer planificación económica, menos tener la certeza de la política económica ya que se desconocen algunos macro precios (precios, inflación, indicadores sociales) que ayudan a integrar esa estrategia, hacerla realista y aplicarla.

Una tarea pendiente es fortalecer económica y financieramente al Instituto Nacional de Estadística –INE–, ya que esto le brindaría independencia respecto al gobierno central y la administración eficiente de su presupuesto, una manera de hacer esto es descentralizar el INE o hacerlo una institución autónoma. El otro aspecto sería actualizar la última Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos Familiares –ENIGFAM–, ya que la última fue del período 2009-2010 y en base a esa

información se actualiza la canasta de bienes y servicios del IPC que a su vez sirve de base para el cálculo de la inflación.

## **5.6 Tipo de Cambio**

Guatemala es una economía pequeña y abierta con tipo de cambio flexible, según el artículo 1 del Decreto 94-2000, del Congreso de la República de Guatemala, Ley de Libre Negociación de Divisas; en Guatemala el régimen cambiario es flexible, en donde el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado.

El artículo 2 de la Ley indicada también establece que el Mercado Institucional de Divisas está constituido por el Banco de Guatemala, los bancos, las sociedades financieras privadas, las bolsas de valores, las casas de cambio y otras instituciones que disponga la Junta Monetaria. Por otra parte, el artículo 4 dispone que, para efectos de la determinación del tipo de cambio aplicable para la liquidación de obligaciones tributarias u otras que supongan pagos del Estado o al Estado y sus entidades, así como para la resolución de conflictos en el ámbito administrativo y jurisdiccional, se aplicará el tipo de cambio de referencia del quetzal con respecto al dólar de los Estados Unidos de América, que el Banco de Guatemala calcule y publique diariamente.

La Junta Monetaria, en resolución JM-55-2010, del 4 de junio de 2010, estableció la metodología para el cálculo del tipo de cambio de referencia del quetzal respecto al dólar de los Estados Unidos de América, en los términos siguientes: “...El Tipo de Cambio de Referencia del quetzal respecto al dólar de los Estados Unidos de América será igual al promedio ponderado de los tipos de cambio correspondientes a las operaciones de compra y de venta de divisas iguales o mayores a US\$20.0 miles, realizadas por las instituciones que constituyen el Mercado Institucional de Divisas en el mercado spot o de contado, establecido a las 18:00 horas del mismo día hábil bancario al que correspondan”. Así mismo establece que: “Las instituciones que constituyen el Mercado Institucional de Divisas deberán proporcionar diariamente al Banco de Guatemala, de manera individualizada y en línea, por medio del Sistema Privado Institucional de Divisas

(SPID) de la Bolsa de Valores Nacional, Sociedad Anónima, información relativa a los montos negociados y liquidados en dólares de los Estados Unidos de América y su equivalente en quetzales, tipos de cambio y hora de realización, correspondientes a la totalidad de operaciones.”

La información que reporten las instituciones en el SPID no debe incluir las operaciones siguientes: por cuenta ajena; operaciones que no generen ingreso o egreso de divisas y que no afecten el saldo de sus tenencias; por cuenta propia; regularizaciones contables; y, compra o venta de divisas realizadas en el mercado de divisas a plazo (forward y futuros). El sistema utilizado actualmente permite: conocer en línea y en tiempo real, el comportamiento de los precios de la divisa en el mercado cambiario del tipo de cambio (en forma gráfica y numérica); monitorear de forma constante los montos y precios de las operaciones negociadas y liquidadas en el mercado cambiario; y, conocer el tipo de cambio spot en forma constante, sobre operaciones cerradas en los últimos cinco minutos, en cualquier momento de la jornada de negociaciones en el mercado cambiario.

### **5.6.1 Regla Cambiaria**

La eventual participación del banco central en el mercado cambiario tiene como propósito moderar la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia. Para los efectos de la participación por volatilidad inusual, el Banco de Guatemala podrá participar en el Mercado Institucional de Divisas, en forma excepcional, comprando o vendiendo divisas, para contrarrestar volatilidad inusual en el tipo de cambio nominal, en cuyo caso, el Comité de Ejecución deberá aprobar dicha participación, debiendo informar a la Junta Monetaria en su sesión más próxima sobre las razones que motivaron dicha participación y sobre los resultados de la misma. Las subastas de compra y de venta de divisas se realizan por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas (SINEDI). La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas se efectuará inmediatamente después de la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta, por medio del Sistema de Liquidación Bruta en tiempo real.

En un principio la regla de participación se ha adoptado bajo un mecanismo intradía con los aspectos siguientes:

**CUADRO 10**

**GUATEMALA: REGLA DE PARTICIPACION CAMBIARIA**

<b>Para la compra de dólares</b>	<b>Para la venta de dólares</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Está activa permanentemente</li>   <li>✓ El Banco convoca a subasta cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de compra liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, menos un margen de fluctuación de 0.60%;</li>   <li>✓ Monto a subastar US\$8.0 millones</li> <li>✓ Máximo 4 subastas por día</li> <li>✓ Participación por volatilidad inusual</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Está activa permanentemente</li>   <li>✓ El Banco convoca a subasta cuando alguno de los tipos de cambio promedio ponderado intradía de las operaciones de venta liquidadas con el público o de las operaciones interbancarias liquidadas, sea igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días hábiles del tipo de cambio de referencia, más un margen de fluctuación de 0.60%;</li>   <li>✓ Monto a subastar US\$8.0 millones</li> <li>✓ Máximo 4 subastas por día</li> <li>✓ Participación por volatilidad inusual</li> </ul>

Fuente: Banco de Guatemala, elaboración propia en base a publicaciones.

CUADRO 11

REGLAS DE INTERVENCIÓN	CARACTERÍSTICAS DE LAS REGLAS DE INTERVENCIÓN CAMBIARIA	
	CONDICIÓN DE INTERVENCIÓN PARA LA COMPRA	CONDICIÓN DE INTERVENCIÓN PARA LA VENTA
PRIMERA <sup>1</sup>	$S_t > 7.70; SI_0 = \bar{S}_t - 0.005\bar{S}_t;$ $SI_j = SI_{j-1} - 0.0025; \forall j = 1,2,3 \dots$	No existía un mecanismo de intervención para la venta
	$7.60 < S_t \leq 7.70;$ $SI_{t,j} = \text{Min}(S_t, \text{Max}(SI_{t-1,j}, \bar{S}_t - 0.005\bar{S}_t)); \forall j = 0,1,2,3 \dots$ $SI_{t,j} = SI_{t,j-1} - 0.001; \forall j = 1,2,3 \dots$	
	$7.60 \leq S_t; SI_{t,0} = SI_{t-1,j}; \forall j = 0,1,2,3 \dots$ $SI_{t,j} = SI_{t,j-1} - 0.001; \forall j = 1,2,3 \dots$	
SEGUNDA <sup>2</sup>	$S_t \leq \bar{S}_t - 0.005\bar{S}_t; \forall 7.60 < S_t < 7.815$	$S_t \geq \bar{S}_t + 0.01\bar{S}_t;$ $\forall 7.815 < S_t < 8.05$
	$S_t \leq \bar{S}_t - 0.001\bar{S}_t; \forall S_t \leq 7.60$	$S_t \geq \bar{S}_t + 0.005\bar{S}_t; \forall S_t > 8.05$
TERCERA <sup>3</sup>	$S_t < \bar{S}_t - 0.005\bar{S}_t; \forall S_t$	$S_t > \bar{S}_t + 0.005\bar{S}_t; \forall S_t$
CUARTA <sup>4</sup>	$S_t < \bar{S}_t - 0.0075\bar{S}_t; \forall S_t$	$S_t > \bar{S}_t + 0.0075\bar{S}_t; \forall S_t$
QUINTA <sup>5</sup>	$S_t < \bar{S}_t - 0.006\bar{S}_t; \forall S_t$	$S_t > \bar{S}_t + 0.006\bar{S}_t; \forall S_t$
SEXTA <sup>6</sup>	$S_t < \bar{S}_t - 0.0065\bar{S}_t; \forall S_t$	$S_t > \bar{S}_t + 0.0065\bar{S}_t; \forall S_t$
SÉPTIMA <sup>7</sup>	$S_t < \bar{S}_t - 0.007\bar{S}_t; \forall S_t$	$S_t > \bar{S}_t + 0.007\bar{S}_t; \forall S_t$
OCTAVA <sup>8</sup>	$S_t < \bar{S}_t - 0.007\bar{S}_t; \forall S_t$	$S_t > \bar{S}_t + 0.007\bar{S}_t; \forall S_t$
NOVENA <sup>9</sup>	$S_t < \bar{S}_t - 0.0075\bar{S}_t; \forall S_t$	$S_t > \bar{S}_t + 0.0075\bar{S}_t; \forall S_t$
DÉCIMA <sup>10</sup>	$S_t < \bar{S}_t - 0.0075\bar{S}_t; \forall S_t$	$S_t > \bar{S}_t + 0.0075\bar{S}_t; \forall S_t$

Fuente: Elaboración propia, de conformidad con información del Banco de Guatemala.

$S_t$  : Tipo de cambio bilateral del quetzal vis-a-vis el dólar de EE.UU en  $t$

$\bar{S}_t$  : Tipo de cambio promedio de los últimos cinco días hábiles, incluyendo  $t$

$SI_{t,j}$  : Tipo de cambio de la intervención  $j$  llevada a cabo en el día  $t$  (se determinaba en la primera regla cambiaria)

<sup>1</sup> Vigente desde 04/Ene/2005 hasta 28/Dic/2006. De conformidad con esta regla de intervención, el Banco de Guatemala determinaba el valor del tipo de cambio (SI), así como los montos de intervención (US\$10 millones por intervención; no existe un número máximo de intervenciones diarias).

<sup>2</sup> Vigente desde 02/Ene/2007 hasta 13/Jun/2008. El Banco de Guatemala estableció un mecanismo de subastas de dólares de los Estados Unidos para que el tipo de cambio de intervención fuese un valor de mercado. El banco central continuó determinando los montos diarios de intervención (US\$8 millones por subasta, con un máximo de 3 subastas diarias).

<sup>3</sup> Vigente desde 16/Jun/2008 hasta 31/Dic/2008. El Banco de Guatemala continuó aplicando el mecanismo de subastas para determinar el tipo de cambio de intervención y se mantuvieron invariables los montos de intervención por subasta, así como el número máximo de subastas diarias.

<sup>4</sup> Vigente desde 02/Ene/2009 hasta 31/Dic/2010. El Banco de Guatemala continuó aplicando el mecanismo de subastas para determinar el tipo de cambio de intervención y se mantuvieron invariables los montos de intervención por subasta, así como el número máximo de subastas diarias.

<sup>5</sup> Vigente desde 02/Ene/2011 hasta 31/Dic/2012. Se amplió el número máximo de subastas diarias de 3 a 4, por lo que el monto máximo diario de participación asciende a US\$ 32.0 millones. Adicionalmente se incluyó un apartado de participación discrecional por volatilidad inusual.

<sup>6</sup> Vigente desde 02/Ene/2013 hasta 31/Dic/2013. El Banco de Guatemala continuó aplicando el mecanismo de subastas para determinar el tipo de cambio de intervención y se mantuvieron invariables los montos de intervención por subasta, así como el número máximo de subastas diarias.

<sup>7</sup> Vigente desde 02/Ene/2014 hasta 31/Dic/2014. El Banco de Guatemala continuó aplicando el mecanismo de subastas para determinar el tipo de cambio de intervención y se mantuvieron invariables los montos de intervención por subasta, así como el número máximo de subastas diarias.

<sup>8</sup> Vigente desde 02/Ene/2015 hasta 31/Dic/2015. Adicionalmente a la regla anterior, se implementó una política de acumulación de Reservas Monetarias Internacionales (RMI).

<sup>9</sup> Vigente desde 02/Ene/2016 hasta 31/Dic/2016. El Banco de Guatemala continuó aplicando el mecanismo de subastas para determinar el tipo de cambio de intervención y se mantuvieron invariables los montos de intervención por subasta, así como el número máximo de subastas diarias.

<sup>10</sup> Vigente desde 02/Jun/2017 hasta 31/Dic/2017. Se amplió el número máximo de subastas diarias de 4 a 5, por lo que el monto máximo diario de participación asciende a US\$ 40.0 millones.

Fuente: Efectividad de la intervención cambiaria en Guatemala a partir de la adopción del esquema de Metas Explícitas de Inflación. Carlos E. Castillo Maldonado y Edson R. Ortíz Cardona. Julio de 2019.

### **5.6.2 Simetría de la Regla Cambiaria**

Antes de explicar el mecanismo de participación vale la pena aclarar un concepto o una idea que debe tener clara el banco central a la hora de participar en el mercado cambiario, esto se refiere, principalmente, a que bajo los esquemas de metas explícitas de inflación, el banco central no asuma compromisos con niveles o rangos de valores del tipo de cambio, a fin de procurar mayor efectividad de la política monetaria y con ello un mejor control de la inflación. En consonancia con el esquema de metas explícitas de inflación y bajo un tipo de cambio flexible, la simetría de la regla cambiaria indica entre otros aspectos, a que el banco central permite la volatilidad en el tipo de cambio. Una regla de participación simétrica, al evitar introducir un sesgo inflacionario hacia cualquiera de las orientaciones (apreciación o depreciación del tipo de cambio) y es que precisamente, una regla asimétrica que permita mayor volatilidad y flexibilidad cuando el tipo de cambio se esté depreciando o apreciando, podría afectar las expectativas de los agentes económicos. Evidentemente, o al menos empíricamente, eso parece; la regla cambiaria no ha incidido en un aumento de la inflación y aunque hay una ausencia de políticas de esterilización de las intervenciones cambiarias, esto no ha puesto en peligro la meta de inflación<sup>13</sup>

### **5.6.3 Mecanismo de Acumulación de Reservas Monetarias Internacionales**

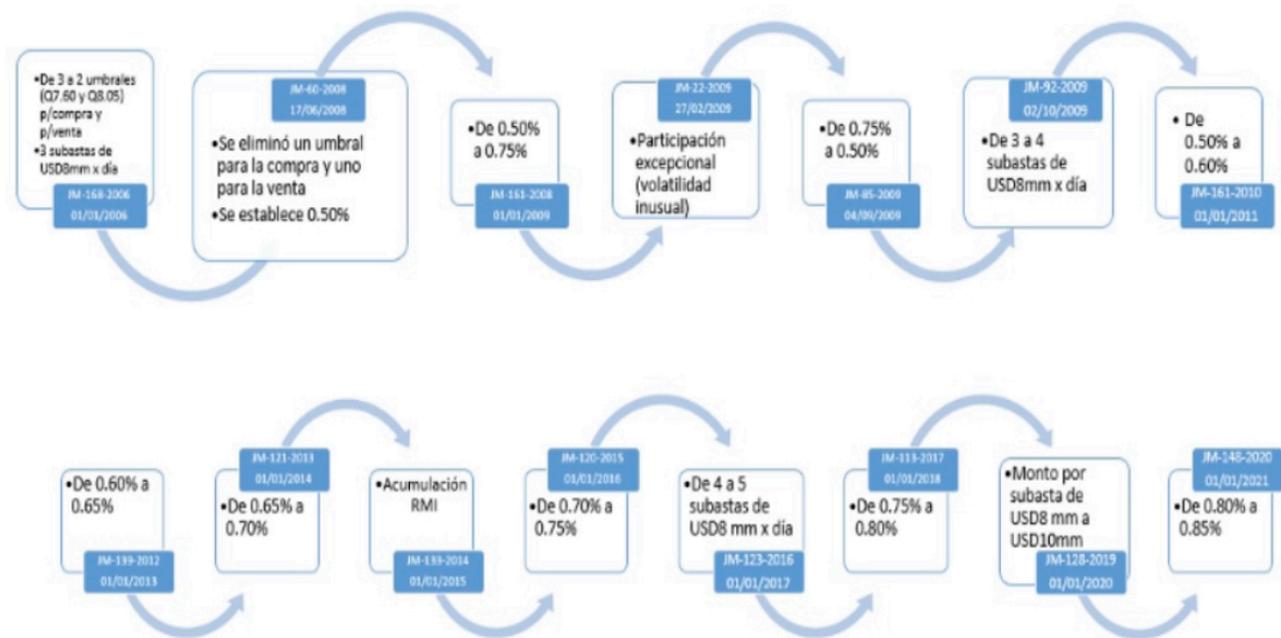
Desde el año 2018 el Banco de Guatemala ha tenido una participación activa en el Mercado Institucional de Divisas con criterio establecido de acumulación de reservas. Este programa se implementó en el año 2018, teniendo como base siempre tres instrumentos que permiten al Banco de Guatemala intervenir en el mercado cambiario y específicamente las RMI le permiten al banco moderar la volatilidad y el exceso de divisas en el mercado cambiario y según el banco central ha logrado moderar el exceso acumulado de divisas (stock) en el mercado cambiario.

---

<sup>13</sup> Efectividad de la intervención cambiaria en Guatemala a partir de la adopción del esquema de Metas Explícitas de Inflación. Carlos E. Castillo Maldonado y Edson R. Ortiz Cardona. Julio de 2019.

Se presenta a continuación un resumen de las modificaciones a la regla cambiaria desde sus inicios.

**GRÁFICO 13**  
**GUATEMALA: EVOLUCION DE LA REGLA DE PARTICIPACION DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL MERCADO CAMBIARIO**



Fuente: Elaboración propia con base a varias publicaciones del Banco de Guatemala

Las intervenciones en el mercado cambiario también han sido importantes, tanto en compra como en venta de moneda extranjera y asimismo por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales. El siguiente cuadro 12 muestra las intervenciones tanto por regla como por el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales desde el año 2018.

**CUADRO 12**  
**Compra y venta de dólares de los Estados Unidos de América: Participación del Banco de Guatemala**

Año	Compra	Venta	Acumulación de Reservas
2016	1,188.50	79.40	-
2017	2,485.12	32.00	-
2018	1,226.47	476.02	455.90
2019	1,621.20	256.30	-
2020	1,777.27	501.20	734.00

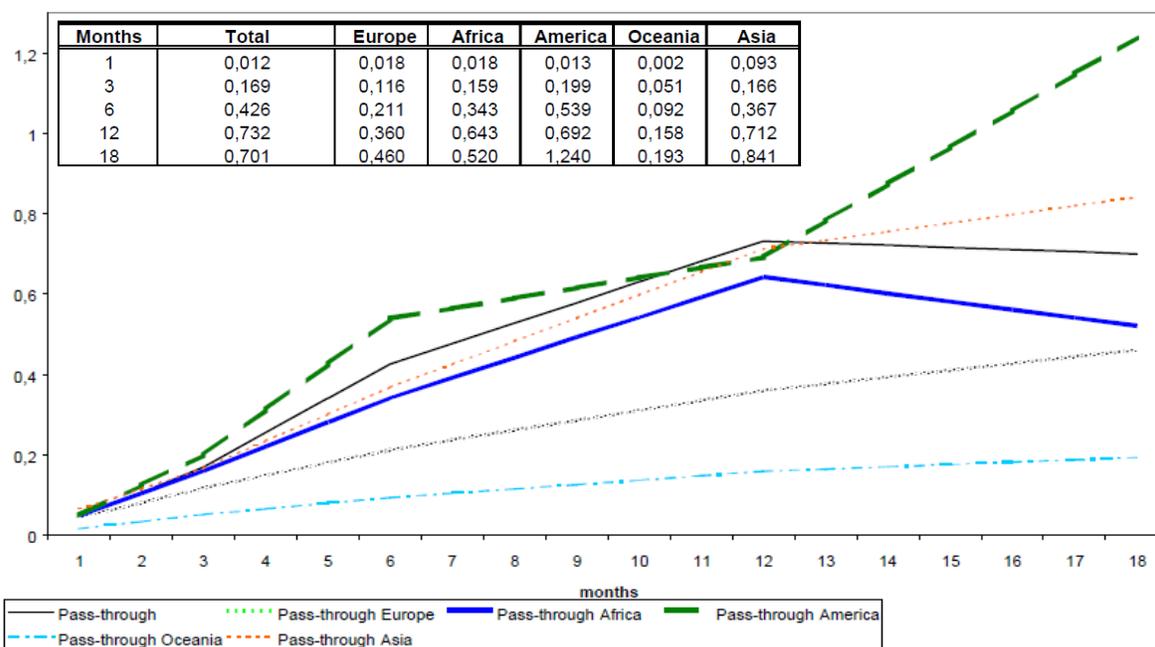
Fuente: Banco de Guatemala

## 5.7 Pass-Through del Tipo de Cambio

Es la relación que existe entre inflación y tipo de cambio. Para que se entienda con más claridad, algo así como el concepto de elasticidad. Cuánto el tipo de cambio se deprecia cuánto de esto se traduce en cierto porcentaje de la inflación. A todo banco central le interesa hacer una cálculo o tener modelos que puedan predecir este impacto; asimismo, los mecanismos que en cada país podrían tener diferentes impactos, tales como el tipo de cambio real, la dolarización de la economía, el grado de apertura de la economía, etc.

A continuación la gráfica 14 muestra un estudio con más de 70 países del impacto que puede tener el Pass-Through del Tipo de Cambio en escenarios de hasta 18 meses. En principio el efecto es mínimo y en escenarios de corto plazo (menor a 6 meses) no llega a superar el 0.42 en todos los continentes, excepto en América donde llega a 0.53. Para horizonte de mediano y largo plazo (18 meses) el efecto si ya se hace evidente nuevamente en los países del Continente Americano, con un efecto de 1.24 cuando en el resto de los países de los otros continentes no llega a superar el 1.00.

**GRÁFICO 14**  
Pass-Through del Tipo de Cambio por continentes



Fuente: The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study. Ilan Goldfajn y Sergio R.C. Werlang. Banco Central de Brasil Working Paper No. 5. Julio 2000.

## 5.8 El Pecado Original

El economista Carlos A. Mendoza, analista y socio fundador de Central American Business Intelligence, “como el mismo cuenta, entre febrero y marzo de 2010 hizo un estudio comparativo de los marcos institucionales de protección al consumidor financiero en Colombia y México donde debía explicar a sus interlocutores como está conformada la máxima autoridad monetaria en Guatemala. Se dedicó un apartado de esta tesis a presentar un punto de vista válido y aunque pudiera causar escosor entre las autoridades de la Junta Monetaria, es un hecho insoslayable e incuestionable”<sup>14</sup>.

Para los economistas y gente del medio económico y financiero del país no es un secreto cómo se conforma la actual Junta Monteria en Guatemala, máxima autoridad del país en materia monetaria y financiera del país.

La Junta Monetaria tipo corporativista, claramente está conformada por intereses de ciertos sectores, si bien no es posible dejar decisiones de intermediación financiera, tipo de cambio, tasa de interés y nivel de precios (en lo que concierne a su contención) a la mano invisible del mercado, tampoco y mucho menos con la actual conformación de este ente colegiado se puede evitar incentivos perversos; por una parte, dejar a “actores políticos” y por otra parte al sector empresarial y bancario organizado que tomen decisiones tan importantes en materia económica y financiera.

A modo de poner en perspectiva la integración de dicho organo colegiado se presenta a continuación un cuadro que permite visualizar dicha integración.

---

<sup>10</sup> El pecado original del sistema financiero guatemalteco: Una Junta Monetaria Corporativista. Carlos A. Mendoza. Analista y socio-fundador de Central American Business Intelligence –CABI–. Economista por la Universidad Francisco Marroquín (Guatemala), M.A. en Ciencia Política por Stanford University y Ph. D. Candidate en Ciencia Política por la University of Notre Dame (EEUU).

## Quadro 13 Junta Monetaria

### Integración de Junta Monetaria

#### Art. 132, Constitución Política de la República de Guatemala

1	Presidente .
2	Ministro de Finanzas Públicas.
3	Ministro de Economía.
4	Ministro de Agricultura, Ganadería y Alimentación.
5	Un miembro electo por el Congreso de la República.
6	Un miembro electo por las asociaciones empresariales de comercio, industria y agricultura.
7	Un miembro electo por los presidentes de los consejos de administración o juntas directivas de los bancos privados nacionales y
8	Un miembro electo por el Consejo Superior de la Universidad de San Carlos de Guatemala.

Fuente: Constitución Política de la República de Guatemala.

Como el mismo documento lo señala “Evidentemente hay un fuerte conflicto de intereses al estar la banca como juez y parte”. Las consecuencias de la conformación de la Junta Monetaria, son insospechadas ya que anteriores directores de bancos comerciales, personajes en política y los propios ministros de Estado pueden ejercer todo tipo de incidencia política en este órgano de decisión tan importante y que en todo momento debería de ser técnico y apolítico.

Si alguna reforma debe hacerse -tal y como lo indica el estudio de Carlos A. Mendoza- es a la Constitución Política de la República de Guatemala, los ejemplos y paradigmas están a la orden del día (citando textualmente): en la Ley del Banco Central de Chile establece que “la dirección y administración del Banco es incompatible con la participación en la propiedad de empresas bancarias y sociedades financieras”, en la Ley del Banco de México establece que es causa de remoción de un miembro de la Junta Monetaria el “utilizar, en beneficio propio o de terceros, la información confidencial de que disponga en razón de su cargo, así como divulgar la mencionada información sin la autorización de la Junta” (Art. 43).

Al Secretario y Subsecretario de Hacienda y Crédito Público, la ley les concede voz pero no voto, en las sesiones de Junta (Art. 45).

En el mismo documento se menciona la Carta Orgánica del Banco Central de Argentina donde también establece que no podrán desempeñarse como miembros del Directorio del Banco “los accionistas, o los que formen parte de la dirección, administración, sindicatura o presten servicios a la entidades financieras al momento de su designación” (artículo 8).

La Ley Orgánica del Banco Central de Paraguay es más explícita y cuidadosa a la hora de definir las incompatibilidades (artículo 14): “No podrán ejercer los cargos de Presidente ni de Directores Titulares del Banco Central del Paraguay: a) Los accionistas, directores, gerentes o empleados de entidades bancarias y otras entidades sometidas al control de Superintendencia de Bancos; y, b) Toda persona vinculada directamente, de manera comercial, económica o profesional a actividades que pudieran generar conflictos de intereses en las tomas de decisiones propias del Directorio del Banco Central de Paraguay, mientras duren dichas vinculaciones. “En la misma línea va la Ley del Banco Central de Bolivia (Art. 47).

La anécdota “atar las manos del rey” que incluye este estudio es muy ilustrativa. Acá se cita tal cual: North y Weingast (1989) explican que los reyes ingleses necesitaban dinero para sus campañas militares, pero tenían muchas dificultades para recaudar suficientes recursos. El principal problema que enfrentaban era que sus promesas no eran creíbles. No importaba qué tan solemne fuera su promesa de pagar de vuelta los préstamos obtenidos de la elite financiera, su poder soberano les permitía renegar de cualquier obligación en el futuro. Aunque, en principio, la transacción podía ser beneficiosa para ambas partes, pues los reyes obtenían los recursos y los financistas obtendrían sus ganancias por el pago de intereses, la misma no se realizaba debido a que la palabra del soberano no tenía valor alguno.

En realidad, el problema del rey era que tenía demasiado poder. Su falta de credibilidad le dañaba a él mismo y a los potenciales financistas. La solución a este dilema fue una de carácter institucional: el rey se ató las manos transfiriendo una

significativa cuota de poder al parlamento y permitiendo el funcionamiento de un poder judicial independiente. Este nuevo arreglo hizo creíble las promesas del rey pues protegía efectivamente los derechos de propiedad de la elite que sostenía a la monarquía. Fue beneficioso para el mismo monarca, porque tuvo entonces acceso a los recursos que necesitaba y también fue bueno para la elite económica (representada en el parlamento), porque podía obtener ganancias al prestar dinero sin el riesgo de perder su capital. Al ser un arreglo institucional mutuamente beneficioso ninguna de las partes tenía incentivo para desligarse de él y ello lo hizo estable. Así surgieron los fundamentos de la democracia que hoy conocemos.

El artículo 132 de la Constitución Política de la República, que define a los integrantes de la Junta Monetaria, otorga voz y voto dentro de la misma a los representantes de las asociaciones empresariales y de los bancos privados nacionales. De tal manera que los banqueros son juez y parte al mismo tiempo. Esto hace que sus promesas sean poco creíbles, pues ellos pueden influir directamente en decisiones que los benefician en detrimento de los inversionistas y ahorrantes del país. Por ejemplo, ¿quién les puede tomar en serio su compromiso de que los bancos cabeza de grupos financieros respaldarán totalmente las inversiones en los bancos fuera de plaza de esos mismos grupos? El colapso de Bancafé International por decisión de la Junta Monetaria atestigua en contra de los banqueros. Ellos tomaron parte de esa decisión en la cual se desligó a Bancafé S.A. de su banco off-shore.

Por lo anterior, es una reforma que debe hacerse ya que de lo contrario la credibilidad y confianza en el banco central y su máxima autoridad es cuestionable y cae por su peso la dimensión de la influencia que los actores con intereses económicos y políticos en Junta Monetaria puedan imprimirle a la política monetaria, así como las decisiones más importantes en materia económica y financiera en el país. Esto es relevante aclararlo ya que el esquema de metas explícitas de inflación podría no tener impacto o carecer de credibilidad derivado de ésta consecuencia.

Otro tema que preocupa es que no sólo en la Junta Monetaria tiene influencia el sector empresarial organizado (CACIF), lo tiene en el Ministerio de Economía, en

el Instituto Guatemalteco de Seguridad Social, en el Instituto Nacional de Estadística, en el Instituto de Fomento Municipal, Comisión Nacional de la Energía Eléctrica, Fondo de Tierras, Instituto de Ciencia y Tecnología Agrícola –ICTA–, Instituto Técnico de Capacitación y Productividad –INTECAP–, Comisión Portuaria Nacional, en fin, es un largo etcetera<sup>15</sup>

Por demás está decirlo, en donde hayan intereses de índole pública aparece el sector privado organizado y no es simplemente para hacer acto de presencia, es para anteponer sus intereses. “Para describir esta forma de organización, algunos teóricos de la ciencia política hablan de corporativismo. Otros, como Daniel Kaufman en sus estudios pioneros para el Banco Mundial, lo conceptualizan como algo más parecido a la captura del Estado. En la política de las políticas públicas, un informe de 2006, el Banco Interamericano de Desarrollo y la Universidad de Harvard, publicaron que "el sector empresarial influye en la formulación de políticas en toda América Latina, pero en ningún lugar tanto como en Guatemala”.

Todos estos aspectos ponen en evidencia la influencia y el poder que tiene y ejerce el sector privado en la toma de decisiones de un cuerpo colegiado tan importante que adopta decisiones de vital importancia en el ámbito económico y financiero guatemalteco. Pero también el sector bancario tiene una influencia en este ente colegiado y mucho del reflejo de los indicadores bancarios se ven reflejados ahí, por ejemplo el alto margen de intermediación financiera, las tasas de interés activa para clientes de la pequeña y mediana industria, los márgenes de compra y venta de tipo de cambio, la regulación laboral para la banca, inclusive; pero para no entrar en polémica sólo analizaremos un aspecto que debe ser un baluarte para garantizar el ahorro de los ciudadanos.

---

<sup>15</sup> Empresarios con Poder: al menos 58 instancias del Estado en las que las cámaras tienen voto y voz. 30 de enero de 2018. Luisa Fernanda Rodríguez Quiroa y Enrique Naveda. Plaza Pública. Como referencia también: CC opina que CACIF debe asumir en JM. Diario La Hora. Enero 13 2009.

**CUADRO 14**  
**Diferentes Países de la Región: Monto de Depósitos Asegurados**  
**Año 2012**  
**-Expresado en US Dólares-**

<b>Monto de depósitos asegurados en diferentes países de la región</b>	
<b>País</b>	<b>Monto asegurado expresado en USD</b>
Argentina	27,000
Brasil	34,500
Colombia	9,900
Chile	5,000
Ecuador	27,000
El Salvador	9,000
Estados Unidos	250,000
<b>Guatemala</b>	<b>2,400</b>
Honduras	9,600
México	132,900
Nicaragua	10,000
Panamá	10,000
Paraguay	21,500
Perú	28,900
República Dominicana	13,900
Uruguay	Entre 5,000 y 25,600
Venezuela	7,000

Fuente: Redes de seguridad financiera. Comparación países de América.

Javier Bolzico, Eugenia Gozzi y Florencia Rossini.

Salvo Argentina, marzo 2012. El resto enero 2010.

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, que describe el monto de los depósitos asegurados en diferentes países del continente americano, Guatemala ocupa el último lugar en cuanto al monto asegurado de los depósitos bancarios en caso de una crisis bancaria o una corrida de depósitos, en la cual el Estado o una institución estatal asume el riesgo. Mientras que Estados Unidos protege en margen muy alto (USD250,000.00) a sus ahorrantes. Inclusive Honduras y Nicaragua tienen mejores montos de cobertura de los ahorros. De los países del continente sólo Chile tiene un monto relativamente bajo si se compara con los demás países del continente americano (inclusive menor que Venezuela que es de USD7,000.00). Sin duda alguna esto resalta a la hora de compararnos con los países y cuando se evidencia cuál es la forma de integración de la Junta Monetaria también resaltan indicadores no tan halagüeños para la economía guatemalteca.

## **5.9 Mecanismos que Refuerzan el Esquema de Metas Explícitas de Inflación y el Conflicto Avasallador: Eficiencia versus Equidad**

Se identificaron al menos tres mecanismos que reforzarían el esquema de metas explícitas de inflación y son congruentes con el objetivo de estabilidad de precios en el tiempo manteniendo controlada la inflación. Estos son los tres mecanismos que mejor representan una solución al problema, puede ser que hayan otros o que inclusive no se hayan considerado en éste trabajo, pero lo más importante es plantear alternativas para que el mecanismo funcione y brinde resultados a la sociedad.

El primero es la independencia del INE, esto podría lograrse haciendolo una entidad autónoma y que no responda a intereses de cierto sector o el partido político de turno en el gobierno. Puede propiciar una independencia en su presupuesto y cierta “libertad” para determinar sus mecanismos de fortalecimiento y que no esté supeditado al gobierno central.

El segundo mecanismo que reforzaría el esquema de metas explícitas de inflación es la simetría de la regla cambiaria que ante todo se dejasen de hacer programas de acumulación de reservas monetarias internacionales, que se respeten las reglas y tiempos de intervención en el mercado cambiario para dejar que el quetzal tenga más fuerza y el dólar tienda a circular más en la economía abaratando el tipo de cambio.

Como último mecanismo, pero el más determinante, es la reforma a la Constitución Política de la República de Guatemala. Si bien no es fácil reformar la constitución, no es imposible y por otra parte se hace necesario últimamente para dejar claros los intereses de la Junta Monetaria, que deberían de ser los intereses de toda la nación y sobretodo los actores e individuos que integran el sistema financiero nacional. No se puede dejar en manos de ciertos sectores (los representantes de los sectores), los intereses económicos y financieros de un país, es necesario que este ente colegiado se conforme única y exclusivamente por personal colegiado y al más alto nivel, funcionarios del banco central que actúen en

concordancia con la visión del banco central y con decisiones técnicas y sustentadas en teoría económica y política monetaria, sin presiones ni injerencias del sector privado, sector bancario o cualquier sector político.

Finalmente hay que agregar que al reformar o cambiar por ley la integración de la Junta Monetaria se lograrían dos aspectos fundamentales para un banco central, por un lado una independencia de la política monetaria (entendida en el aspecto político y de presión de ciertos sectores) y por la otro lado la credibilidad de la política monetaria, ya que su máximo ente rector sería autónomo, sin intereses multisectoriales y basado en decisiones técnicas y sustentadas en modelos teóricos de estudios que se puedan llevar a cabo en la economía.

Luego de estos tres aspectos fundamentales para hacer eficiente y transparentar el esquema de metas explícitas de inflación hay que tomar en cuenta los elementos que deberían ser revisados en un mecanismo de metas explícitas de inflación y otros aspectos que también son relevantes en una economía ya que no sólo la política monetaria, e inclusive la política económica en su conjunto puede sacar adelante a un país y contribuir al crecimiento económico y, lo más importante, al desarrollo económico. En ese sentido se deja acá también una crítica al esquema y otros puntos de vista que pesan en el argot económico y en el debate entre eficiencia versus equidad.

Los críticos de Friedman, contraargumentan que, si bien los rezagos en la política monetaria son muy grandes y variables, como Friedman afirmaba, esto no implica que se tenga que prescindir de la posibilidad de implantar políticas activistas, ya que, lo único que ocurre es que el control de la economía y de los efectos de las medidas monetarias se torna técnicamente más complicado. En este sentido, los críticos de Friedman propusieron utilizar técnicas de "control óptimo" (métodos matemáticos y de ingeniería), que pudieran compensar los errores de cálculo originados por los rezagos existentes entre la adopción de una medida de política y su efecto. Este tipo de propuestas generó, a su vez, varios argumentos en contra. Entre ellos, vale la pena destacar el expresado por el ganador del Premio Nobel de

Economía 1995, Robert E. Lucas, quien manifestó que las técnicas de "control óptimo" estaban muy lejos de ser una herramienta que pudiera predecir las reacciones de los agentes económicos ante las medidas de política implementadas.

Específicamente, Lucas argumenta que los métodos de control óptimo no son útiles para la toma de decisiones de política, si no toman en cuenta que las expectativas de las personas respecto al futuro cambiarán ante cualquier cambio en la política económica. En este sentido, vale la pena subrayar que las expectativas de las personas respecto al futuro, incluyendo las expectativas respecto a futuras acciones de política económica, son importantes, ya que afectan el desarrollo económico presente. Consecuentemente, al observar la dificultad de anticipar los cambios en las expectativas de las personas, Lucas afirma que existen serias dudas sobre la posibilidad de que las autoridades económicas puedan controlar la economía con cualquier grado de precisión. Este argumento ha tenido un impacto significativo en la formación de ideas respecto a la política macroeconómica.

### **5.10 Una Explicación Alternativa**

Existe, asimismo, otra explicación de por qué los largos y variables rezagos de las medidas de política monetaria activa son contraproducentes. Dicha explicación se basa en la tendencia del público, y de los políticos en las democracias modernas, de adoptar un punto de vista un tanto limitado con respecto a los asuntos de política pública. Dadas las presiones generadas por los eventos electorales presentes y por los casi instantáneos datos proporcionados por las encuestas de opinión, es muy difícil para los políticos apreciar que, muchas veces, un período de espera es la mejor decisión de política económica a observar.

En cambio, en la práctica, el sector político (y los bancos centrales influenciados políticamente) tienden a sobremanipular las palancas de la política monetaria en un intento para controlar la economía. Por ejemplo, si hay desaceleración en la actividad económica, pueden reaccionar reduciendo el nivel de las tasas de interés de forma brusca, ignorando la posibilidad de que dicha situación se haya corregido a sí misma para el momento cuando su acción tenga

efecto. Como resultado, la economía se recalienta, provocando un repunte brusco en la inflación, o bien, verse forzados a adoptar otro giro brusco en la política, que a su vez genera más inestabilidad económica. Se tiene entonces que, ante la convivencia de considerables rezagos en las acciones de política económica y horizontes políticos de corto plazo, las políticas activas generan resultados peores que los que generarían políticas pasivas<sup>16</sup>.

A través de la política monetaria se ha logrado mantener estabilidad en el índice general de precios, especialmente con los mecanismos que regulan la liquidez en la economía mediante operaciones de estabilización monetaria. Este es el principal logro de este conjunto de medidas de política aplicada durante los últimos años. Mantener la inflación controlada se ha convertido en el baluarte de la política económica como elemento de alivio a la pobreza, o al menos así se ha entendido.

A pesar de la existencia de estabilidad macroeconómica el volumen de empleo y producción no ha aumentado a los niveles esperados, e inclusive ha estado por debajo de la tasa de crecimiento poblacional. Lo anteriormente expuesto encierra un círculo vicioso que consiste en que, aunque exista estabilidad macroeconómica, esta no ha sido capaz de generar fuentes de empleo que se traduzcan en una mayor capacidad adquisitiva de la población y que esta provoque una mayor inversión productiva. Por el contrario, escasas políticas de estímulo a la actividad productiva y falta de cifras reales de empleo e inflación, sumado a una baja escala salarial que casi siempre acompaña una poca capacidad adquisitiva y casi nulo ahorro de la mayor parte de la población guatemalteca, ha generado poca demanda de bienes y servicios, por otra parte, la acumulación de grandes capitales “onerosos” que no se dedican a inversión productiva en el país, sino a resguardo, acumulación y generación de intereses, lo que acentúa la desigualdad, así como el círculo y profundización de la pobreza.

---

<sup>16</sup> Alfonso López Figueroa. Lo que la política monetaria puede y no puede hacer. Notas Monetarias no. 23, diciembre de 2000.

Otras críticas a la teoría monetarista llegan desde una hipótesis central: Las causas originarias del fenómeno inflacionario; no deben ubicarse en la esfera de la circulación como lo afirma la teoría monetarista, sino en la esfera de la producción. La política económica monetarista recurre a las doctrinas clásicas bajo la creencia de que el sistema económico tiene las fuerzas mismas que lo auto regulan.

“De acuerdo al criterio monetarista, la inflación es consecuencia de una demanda global excesiva en relación con la oferta disponible y es precisamente, esta desproporcionalidad entre oferta y demanda la que origina tensiones ascendentes sobre el nivel general de precios con graves repercusiones en el ingreso real de las economías de consumo”.

Jorge del Canto ha expuesto de la óptica monetarista; la causa y los efectos de la inflación en los países subdesarrollados de la siguiente manera: “Los países subdesarrollados están constantemente en condiciones de continuas presiones inflacionarias. La demanda monetaria –aunque pequeña en términos absolutos- es excesiva en relación con la capacidad de producción. La capacidad es baja porque la productividad es pequeña y ésta, a su vez, se debe a la escasez de capital. Como la oferta en los países subdesarrollados es inelástica y poco adecuada, la expansión monetaria conduce sencillamente a la inflación de precios. El efecto de la inflación a final de cuentas es perjudicial para el sano crecimiento de la economía en estos países”.

En resumen, la tesis monetarista ubica sus razones y soluciones en los predios de la liquidez, confiere excesiva importancia a las implicaciones monetarias de la estabilidad y desestima, y no en pocas veces; además que omite en gran medida los factores reales del crecimiento. De esa cuenta insisten en la contracción de la demanda global como recurso para detener el curso de la espiral inflacionaria, no importando para el efecto ocasionar problemas al desarrollo económico en algunos sectores productivos básicos. Es decir, la inflación es un fenómeno netamente monetario y depende de la cantidad de dinero en la economía. Por eso esta deducción “tan simplista” aplica mecanismos que a veces tienden a empeorar

la situación, por ejemplo, subir la tasa de interés de la economía en escenarios de shocks de oferta que lo que hacen es encarecer el crédito, desestimular la inversión y contraer la economía, empeorando el problema en vez de solucionarlo.

La política económica de estabilización que proponen son de orden restrictivo: reducción de la liquidez excesiva; mantenimiento equilibrado del presupuesto general de ingresos y egresos del Estado; abolición de los subsidios y los controles inflexibles; y, mayor captación fiscal, preferentemente vía impuestos indirectos. Se dice que la inversión que puede traducirse en gasto expansivo, puede generar presiones inflacionarias, si tiene un alto componente de préstamos para consumo; Keynes decía, sin embargo, que las políticas monetarias expansivas no son necesariamente inflacionarias, dado que los precios internos son el resultado de los costos de producción, y que el control de los precios claves (salarios, tasas de interés, tipo de cambio) permitirían mantener la inflación bajo control. Keynes sin embargo no asistía a un escenario de una economía pequeña y dependiente como la nuestra donde hay un alto componente inflacionario resultante de presiones por el tipo de cambio y los costos de productos o procesados importados que incorporados a nuestra canasta básica si generan inflación.

### **5.11 El Producto interno Bruto como Ancla Nominal de la Política Monetaria**

Como se mencionó, muchos bancos centrales, tanto de países desarrollados como en desarrollo, han adoptado el esquema de metas de inflación como esquema operativo de política monetaria. El Banco de Guatemala, desde 2005, también ha implementado este modelo, lo cual lo colocó en una posición vanguardista en materia de gestión monetaria; sin embargo, dicho modelo presenta ciertas rigideces que, en países como Canadá, México, Inglaterra, por mencionar algunos de los principales, han iniciado a analizar la posibilidad de implementar el esquema de “*el PIB nominal*” como procedimiento operativo de política monetaria, por lo cual se debe exponer dicho esquema en nuestro país, ya que constituye lo más moderno en materia de gestión monetaria.

Entre los puntos más cuestionados dentro del esquema de metas monetaria está el uso del producto potencial de pleno empleo. Esto se debe a que es un concepto muy abstracto y que es difícil, sino imposible, de estimar con certeza, aun con los modelos econométricos más sofisticados. Este problema es especialmente relevante para países como Guatemala, donde la carencia y calidad de las estadísticas son muy cuestionadas.

El hecho de calcular erróneamente el producto potencial de pleno empleo implica, necesariamente, que la brecha del producto no refleje la posición cíclica de la economía, lo que podría inducir a cometer graves y costosos errores de política monetaria. Para ilustrar este aspecto, se debe recordar que, en muchos países industrializados, en la década de los 1980s, se redujeron impuestos bajo el sustento teórico de la curva de Laffer. Esta teoría aduce que, al reducir los impuestos, la recaudación debe aumentar debido a que aumenta la actividad económica; sin embargo, lo que sucedió es que no aumentó la recaudación ni la actividad económica y la razón fue clara: la economía se encontraba en una posición cíclica errónea. Lo mismo podría suceder con un aumento o disminución de la tasa líder de política económica, ya que, en el mejor de los casos, podría ser irrelevante o, en el peor de los casos, podría inducir a un aumento de presiones inflacionarias o deflacionarias.

El argumento precedente también es aplicable al concepto de tasa de interés neutral, ya que, si no se conoce el producto potencial, tampoco se conocerá la tasa de interés que es consistente con esa posición de la economía, por lo que es muy arriesgado utilizar dicho concepto como guía de la política monetaria.

Otro problema de relevancia para el esquema de metas de inflación, especialmente para países en desarrollo como Guatemala, es la continua ocurrencia de shocks nominales de oferta, ya que cuando se presenta un shock adverso de oferta, la producción y el empleo tienden a caer y la inflación aumenta. Esto presenta un dilema para la autoridad monetaria, ya que, si incrementa la tasa de interés para reducir la inflación, se acentuará la caída de la producción y el empleo. Cabe recordar que, en países como Nueva Zelanda, se crea un

procedimiento que se conoce como “*cláusula de escape*”, el cual consiste que el banco central debe explicar, tanto a las autoridades políticas como a los agentes económicos, las razones por las cuales no cumplió con la meta de inflación estipulada. Sin embargo, esto reduce la credibilidad de la política monetaria, la cual es el principal activo del esquema de metas de inflación.

En el mismo orden de ideas, el tipo de cambio presenta otro serio dilema para el modelo de metas de inflación, ya que, por ejemplo, si el tipo de cambio se aprecia continuamente y el banco central desea aumentar la tasa de interés para reducir la inflación, lo que se producirá es un mayor ingreso de capitales y, por ende, una mayor apreciación cambiaria. Debe quedar claro que el banco central no puede tener dos anclas nominales, no puede tratar de estabilizar los precios y el tipo de cambio.

En el caso cuando se utiliza el PIB como ancla nominal, se tiene la ventaja de que este esquema toma los shocks de oferta como parte de los precios y parte del ingreso, lo que no induce al banco central a abandonar su ancla nominal, como sucede con el esquema de metas de inflación. Esta ventaja se sustenta en este modelo, en que la función de reacción da la misma ponderación o importancia a la producción y a los precios, lo cual es un claro avance metodológico para países como Guatemala, que están mucho más sujetos a shocks exógenos de oferta que los países desarrollados.

Otra de las ventajas inherentes a este modelo es su simplicidad, lo cual lo hace mucho más apropiado para nuestro país, ya que la cultura económica es muy pobre, por lo que la mayoría de personas lo entenderán. En este esquema, el banco central anuncia un objetivo para el PIB nominal y, por ende, también lo hace para la tasa de política monetaria. Asimismo, no utiliza el producto potencial, ni la brecha del producto y tampoco la tasa de interés neutral, los cuales podrían ser conceptos difíciles de asimilar por la mayoría de población.

Para fortalecer la credibilidad del PIB anunciado, la autoridad monetaria puede utilizar las proyecciones del Fondo Monetario Internacional presentadas en el World Economic Outlook y utilizar el modelo Semi-Estructural para estimar la tasa

de interés congruente con la trayectoria del PIB nominal. Cabe indicar que, el Banco de Guatemala cuenta con dicho modelo. Además, como el PIB nominal se compone del producto real más precios, no hay necesidad de cambiar la actual ley Orgánica del Banco de Guatemala.

Es importante recalcar que, la simplicidad de la regla no implica que su elaboración sea igualmente simple, ya que la Autoridad Monetaria debe estimar con antelación los diversos Shocks tanto reales como nominales que podrían afectar la trayectoria del PIB nominal.

La regla del esquema del PIB Nominal es:

$$i = A_1(\text{IPC}) + A_2(\text{PIB real}) \quad (4)$$

En este caso,  $A_1$  y  $A_2$  son los parámetros de la función de reacción y ambos tiene un valor de 0.5, el IPC es el Índice de Precios al Consumidor y el PIB real. Como siempre, existe una relación inversa entre el PIB nominal y la tasa de interés de política monetaria.

Un aspecto de suma relevancia es el referente a que, tanto el esquema de metas de inflación como el del PIB nominal requieren de la elaboración de un modelo de Vectores Auto-regresivos Estructural, ya que esto facilita el estudio del mecanismo de transmisión de la política monetaria y de sus diversos canales. Pero dadas las deficiencias en el manejo de estadísticas que ya se planteó anteriormente la implementación de este modelo no se considera viable en este momento y, dado que sería un trabajo netamente econométrico que esta fuera del tema aquí tratado, se aconseja que el Banco de Guatemala pueda iniciar con los estudios para evaluar la posibilidad de implementarlo en un futuro.

## 5.12 Factores Determinantes del Equilibrio Monetario

El dinero sirve como unidad de cuenta en tanto que el sistema financiero funciona como sistema de pagos en la economía; los instrumentos financieros funcionan como depósito de valor y forma alternativa de tenencia de riqueza; la intermediación financiera entre ahorrantes e inversionistas, mejora la eficiencia

económica en la asignación de recursos escasos y promueve mayor crecimiento económico; y, el sistema financiero ha servido en numerosas ocasiones como medio de apoyo y financiamiento al sector público.

En el plano de aplicación de la política económica existen los conflictos entre objetivos económicos y objetivos sociales: ¿Quién está subordinado a quién? El permanente conflicto es entre eficiencia y equidad. Desde la óptica económica más estricta parece difícil repartir sin crear y por supuesto, también repartir más de lo que se crea.

Es innegable, en cualquier caso, que la mayor parte de los objetivos que suelen calificarse como sociales (educación, salud, vivienda) son de modo inevitable consumidores de recursos. Y los recursos como buena lógica económica son escasos. Economía pura y economía del bienestar: *“El objetivo final de la ciencia económica es mejorar las condiciones de vida de las personas en su cotidianidad”*. **(Paul A. Samuelson, William D. Nordhaus, Economía con aplicaciones a Latinoamérica Pág. 7).**

En cuanto a Política Económica se refiere este es uno de los conflictos más avasalladores y un instrumento para dimensionar los alcances de esta teoría, en cuanto a eficiencia versus equidad. En la Política Monetaria frecuentemente se da este caso, y más aún con el papel del banco central: lograr la estabilidad de precios no es la panacea, no se busca justificar la actuación del banco central pero tampoco se puede soslayar el hecho de que mantener controlada la inflación no resolverá problemas estructurales de la economía, empleo, inversión, salud, educación y que la política monetaria sólo es parte de la maquinaria de la política económica, donde muchas veces una política fiscal eficiente puede atender esos problemas de fondo. Se enfrenta entonces, el dilema de mantener un macro escenario equilibrado, con las variables plenamente controladas, con una estabilidad financiera que “da miedo” y, por otro lado, posiblemente estemos desincentivando la actividad económica real y se frene la oportunidad de crear más inversión, mejores empleos, más valor agregado a la producción, ésta es la “disyuntiva” más importante que genera bandos encontrados en cuanto al quehacer de la política monetaria. Es como si se quisiera

medir un aspecto dogmático; creer por fe ciega que hay un destello de esperanza al final del túnel y a propósito, esa luz sea menos que eso, un foso que cavamos con las fuerzas que alimentan dicha esperanza.

## VI

### Conclusiones, Recomendaciones y Bibliografía

Con base en lo expuesto en el cuerpo del presente trabajo, se obtuvieron las conclusiones siguientes:

#### 6.1 Conclusiones

1. Se acepta la hipótesis dado que de las reglas y la rigidez de la política monetaria interna, en los primeros años, se pasó a una discreción que permea todos los aspectos de la política monetaria actual. Tal discrecionalidad no ayuda al desarrollo de un mercado de capitales o al fortalecimiento del sistema financiero nacional. La flotación por otra parte, casi generalizada, que siguió al colapso de tipo de cambio fijo, propició la discrecionalidad en la política monetaria, lo que, a su vez, indujo un creciente sesgo inflacionario que generó la inconsistencia dinámica de la gestión monetaria debido, fundamentalmente, al ciclo político. Ante esa situación, se propuso el uso de reglas para erradicar los problemas mencionados. No obstante, la discrecionalidad y programas hechos “a medida” siguen prevaleciendo en el banco central lo cual entorpece el objetivo inflación del banco central.
2. La reestructuración de la política monetaria realzó los alcances y limitaciones de la misma. En efecto, la elección de la inflación como ancla nominal estuvo apuntalada por los efectos negativos que la inestabilidad de precios tiene sobre la economía y, especialmente, en el bienestar de la población. Dentro del esquema de discreción restringida, el modelo más utilizado ha sido el de metas de inflación, ya que éste singulariza el ancla nominal y fortalece la credibilidad de la política monetaria debido, fundamentalmente, a que tiene metas explícitas de inflación, a las cuales el banco central se compromete a cumplir, ya que las hace del conocimiento del público.
3. La gestión de la política monetaria durante las últimas décadas ha sido buena, no obstante, cabe indicar que los mecanismos de transmisión de la política

monetaria tienen poco impacto en las variables macroeconómicas. La banca central guatemalteca tiene su origen en los postulados emanados de la conferencia de Bretton Woods; sin embargo, la estructura operativa del Banco de Guatemala estaba orientada a mantener la paridad cambiaria del quetzal con respecto al dólar de los Estados Unidos de América, lo que implicó que en un principio la gestión monetaria nacional fuese excesivamente rígida.

4. En la evaluación de la implementación de la política monetaria dentro de un esquema de metas de inflación, en la mayoría de países, se determinó que se ha efectuado a través de una regla de Taylor, la cual modifica una tasa de interés de política en razón de las desviaciones del producto observado respecto al producto potencial (brecha del producto) y, asimismo, respecto de las diferencias entre la tasa observada respecto a la meta de precios.
5. El pecado original de la política monetaria en Guatemala es la gobernanza del banco central. Hay que reformar la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y la Constitución Política de la República de Guatemala, en el aspecto que se refiere a la integración de la máxima autoridad monetaria en el país, la Junta Monetaria. Si bien es un tema político, es uno de los pilares sobre los cuales se debería construir la confianza, credibilidad e independencia del banco central que se vería aislado de toda influencia política (avaluar préstamos sin un sustento económico real) y de grupos sectoriales poderosos de la economía (afectar el tipo de cambio).
6. Los tres mecanismos que refuerzan el esquema de metas explícitas de inflación (simetría de la regla cambiaria, la autonomía del Instituto Nacional de Estadística y por último las reformas a la Constitución de la República de Guatemala en su artículo 132, integración de la Junta Monetaria), son pilares sobre los cuales debe basarse el esquema de metas explícitas de inflación para lograr independencia y credibilidad de la política monetaria. Esto con el objetivo de lograr una estabilidad

macroeconómica que coadyuve al desarrollo económico y un sistema financiero más fuerte e incluyente.

7. En Guatemala los problemas de la economía se “piensan” en los problemas de liquidez. Los problemas del sector real, el empleo, la inversión, salud, educación, infraestructura, etc., demandan recursos y esos recursos deben canalizarse y si bien la política monetaria es eficiente debe encaminarse más allá para integrarse con la política fiscal y lograr los cambios para tener equidad en el ámbito económico y social.

## 6.2 Recomendaciones

1. Evaluar mecanismos que tiendan a restringir la discrecionalidad por medio de reglas más consistentes y que como Autoridad Monetaria regulen y evalúen el sistema financiero sin presiones ni injerencias del sector bancario o cámaras empresariales. Esto debido a que el impacto que provoca la discrecionalidad que tiene el banco central en muchos aspectos financieros pueda afectar el buen desempeño del esquema de metas explícitas de inflación.
2. Si el desempeño de la política monetaria dentro del actual esquema de metas explícitas de inflación ha sido aceptable y eficiente hasta cierto punto, se recomienda incluir aspectos que democratizen la política monetaria y la hagan asequible en su gestión para entender el funcionamiento del sistema financiero y la efectividad de las variables monetarias o su impacto en el quehacer económico.
3. En el marco de “inflation targeting” se recomienda comunicar al público la medición de estos mecanismos y evaluar la fórmula del ancla nominal con expertos internacionales y asimismo, las diferentes herramientas para una gestión más dinámica, que brinde certeza y credibilidad del banco central hacia los agentes económicos, en cuanto a una adecuada gestión y transparencia.
4. Es importante la discreción en momentos de shocks en cuanto al papel del banco central, pero es más importante, la determinación de reglas en cuanto a participación para la determinación del tipo de cambio o de otras variables objetivo de la política monetaria, debido a que siempre existen incentivos perversos o políticos que puedan mover fuerzas del mercado y desestabilizar la moneda nacional o el activo más valioso del esquema de metas explícitas de inflación.

5. Tal como otros economistas lo han señalado, de lo cual se deja constancia en el texto de esta tesis, la integración de la Junta Monetaria es un tema que no deja la mesa limpia y es el pecado original de la política monetaria guatemalteca ya que no se pueden efectuar cambios palpables en las leyes y el sistema financiero nacional. Por lo tanto, no genera confianza y las decisiones seguramente están supeditadas a intereses políticos o económicos de ciertos sectores, en vez de ser decisiones técnicas y basadas en fundamentos económicos y financieros sólidos. Por lo anterior, sería de importancia capital reformar la Constitución Política de la República de Guatemala y la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, especialmente en los aspectos atinentes a la integración de la Junta Monetaria para que ésta goce de credibilidad en la toma de decisiones y actuar en consecuencia de una política monetaria que quiera ser transparente, independiente y congruente con su objetivo fundamental.
  
6. Impulsar los tres mecanismos que refuerzan o pueden reforzar el ancla nominal. La simetría de la regla cambiaria se puede lograr evitando en lo posible intervenciones mediante el mecanismo de acumulación de reservas monetarias internacionales, en el aspecto de la autonomía del Instituto Nacional de Estadísticas es importante plantearlo en Junta Monetaria para que las autoridades del país tomen nota y consoliden un Instituto fortalecido y que brinde apoyo estadístico y en las cifras de empleo e inflación sin afligirse por su presupuesto de funcionamiento. Y por último plantear las reformas a las leyes bancarias del país y a la Constitución Política de la República de Guatemala para el cambio en la integración de la Junta Monetaria y lograr un ente más técnico y sin injerencias políticas o de grupos sectoriales.
  
7. Es importante una adecuada correspondencia y asociación entre la política monetaria y la política fiscal y más aún, que la política económica oriente el

rumbo a los agentes económicos para la gobernabilidad del país y la estabilidad financiera. No está demás indicar que la coordinación de la política monetaria y la política fiscal exige más que reuniones y juntas de gabinete que no resuelven los “intereses” políticos que pueda tener el gobierno. Por otra parte, la función de la política fiscal es trascendental para el desarrollo social del país a través de la redistribución del ingreso que tiendan a brindar un aspecto social más equitativo.

### 6.3 BIBLIOGRAFÍA

Baena Paz, Guillermina. 1980. **Manual para Elaborar Trabajos de Investigación Documental. Primera y Segunda Parte.** Departamento de Publicaciones. Facultad de Ciencias Economicas. USAC

Banco Central de Chile. Febrero 2020. **La Política Monetaria del Banco Central de Chile. Actualización del Estudio: Política Monetaria del Banco Central de Chile: Objetivos y Transmisión.**

Banco Central de Reserva del Perú. Febrero 2013. **Política Monetaria ante la Incertidumbre.** Moneda.

Banco de Guatemala. **Memorias de Labores, Estudio de la Economía Nacional, Evaluación de la Política Monetaria, Comportamiento de las Principales Variables de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia. Política Monetaria y Estabilidad Macroeconómica en Guatemala.** Varias publicaciones.

Basco, Emiliano; Castagnino, Tomas; Katz, Sebastian; Vargas, Sebastian. Noviembre 2007. **Política Monetaria en Contextos de Incertidumbre, Cambio de Régimen y Volatilidad Pronunciada.** Serie Estudios, Banco Central de la República de Argentina.

Bernanke, Ben S., Laubach, Thomas, Mishkin, Frederick S. y Posen, Adam S. Posen. 2000. **Inflación Targetin: Lessons from the International Experience.**

Bolzico, Javier; Gozzi, Eugenia; y, Rossini, Florencia. 2012. **Redes de Seguridad Financiera. Comparación de Países de América Latina.**

Bordo D. Michael and Jonung, Lars. 2004. **Demand for Money and Analysis of the Long-Run Behavior of the Velocity of Circulation.** Transaction Publishers: New York: Brunswick.

Bryant, Hooper and Mann. 1993. **Estudio publicado por la Brookings Institution.**

Capistrán, Carlos; López Moctezuma, Gabriel. 2008. **Las Expectativas Macroeconómicas de los Especialistas: Una Evaluación de Pronósticos de Corto Plazo en México.** Working Papers, No. 2008-11. Banco de México.

Castillo Maldonado, Carlos Eduardo; Ortíz-Cardona, Edson R. Julio 2019. **Efectividad de la Intervención de la Política Cambiaria en Guatemala a partir de la Adopción del Esquema de Metas Explícitas de Inflación.**

Chacholiades, Miltiades. 1982. **Economía Internacional.** Bogotá: McGraw-Hill.

Consulta en varias páginas web: **Fondo Monetario Internacional, CEMLA, CEPAL, Banco de Guatemala, Superintendencia de Bancos, páginas de varios Bancos Centrales, Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía.**

Cukierman, Alex. 1995. **Central Bank Strategy, Credibility, and Independence.** Cambridge: The MIT Press.

Díaz Castillo, Marvin Alejandro. 2003. **Tesis Aplicación de la Regla de Taylor a la Política Monetaria en Guatemala,** Universidad Rafael Landívar.

Dornbusch, Rudiger y Fischer, Stanley. 1990. **Macroeconomía.** Cuarta Edición. Mexico: McGraw-Hill.

Dornbusch, Rudiger, Fischer, Stanley and Richard Startz. 2011. **Macroeconomics.** Eleventh Edition. New York: McGraw-Hill.

Draper, Jean E. and Klingman, Jane S. 1976. **Matemáticas para Administración y Economía.** Harla Editorial.

Durlauf, N. Steven and Lawrence, E. Blume. 2010. **Monetary Economics.** London: The New Palgrave.

Edwards, Sebastian. 2022. **Evaluación del Diseño e Implementación de la Política Monetaria y Cambiaria del Banco de Guatemala.** UCLA.

Frankel, Jeffrey. 2011. **Monetary Policy in Emerging Markets.** In Handbook of Monetary Economics, Volume 3B. California: North-Holland.

Gordon, J. Robert. 2012. **Macroeconomics**. Twelfth Edition. Boston: Addison Wesley.

Handa, Jagdish. 2000. **Monetary Economics**. London: Routledge.

Hernandez Sampieri, Roberto, Fernandez Collado, Carlos y Baptista Lucio, Pilar. 1997. **Metodología de la Investigación**. McGraw Hill.

Hoover, D. Kevin. 2012. **Applied Intermediate Macroeconomics**. New York: Cambridge University Press.

Keynes, John, M. 1936. **The General Theory of Employment, Interest, and Money**. London: Harcourt Brace Javanovich, Publishers.

Krugman, Paul. 2008. **Quien era Milton Friedman**. New York Times Service.

Lacalle, Daniel. 2017, **La Política Acomodaticia de los Bancos Centrales Generara otra Crisis**.

León León, Josefina. Noviembre-Diciembre 2012. **Las Reglas Monetarias desde una Perspectiva Histórica: Reflexiones para la Economía Mexicana**. Economía Informa. Núm. 377.

López Figueroa, Alfonso. 2000. **Lo que la Política Monetaria puede y no puede hacer**. Notas Monetarias No. 23, diciembre de 2000.

Mankiw, N. Gregory and Ball, Laurence. 2011. **Macroeconomics and the Financial System**. New York: Worth Publishers.

Marroquín Fernández, Pablo Antonio y Herrera Velásquez, Oscar Leonel. Julio 2010. **Guatemala: Margen de Intermediación Bancaria**.

Melcón de Giles, Carmen. 1994. **Estrategias de Política Monetaria Basadas en el Seguimiento Directo de Objetivos de Inflación**. Banco de España, Servicios de Estudios. Documento de Trabajo No. 9426.

Mendoza, Carlos A. 2010. **El Pecado Original del Sistema Financiero Guatemalteco: Una Junta Monetaria Corporativista**. Central American Business Intelligence.

Morán Samayoa, Hilcias Estuardo y Valle Samayoa, Hector Augusto. Julio-Septiembre de 2004. **Un Modelo Básico de Política Monetaria para Guatemala**. Monetaria, Volumen XXVII, Número 3, CEMLA.

Morón P., Eduardo; Winkelried Q., Diego. **Reglas de Política Monetaria para Economías Financieramente Vulnerables**. Banco Central de Reserva del Perú.

Obstfeld, Maurice and Taylor M. Alan. 2004. **Global Capital Markets. Integration, Crisis, and Growth**. London: Cambridge University Press.

Peña González, Martín. 2001. **El FMI y la Crisis Global**. Universidad Autónoma de México. D.F.

Rodríguez Quiroa, Luisa Fernanda; Naveda, Enrique. 2018. **Empresarios con Poder: al menos 58 instancias del Estado en las que las cámaras tienen voto y voz**. Plaza Pública, 30 de enero de 2018.

Romer, David. 1996. **Advanced Macroeconomics**. New York: McGraw-Hill.

Samuelson, Paul A., Nordhaus, William D. 2010. **Economía con Aplicaciones a Latinoamérica**, 19 edición: Mc Graw Hill,

Superintendencia de Bancos de Guatemala. 2012. **Boletín Anual y Mensual de Estadísticas del Sistema Financiero. Informe de Estabilidad Financiera 2012-2011**.

Taylor, Christopher. 2011. **A Macroeconomic Regime for the 21<sup>st</sup> Century. Towards a New Economic Order**. London: Routledge.

Tecla J., Alfredo y Garza R., Alberto. 1979. **Teoría, Métodos y Técnicas en la Investigación Social**. Departamento de Publicaciones. Facultad de Ciencias Económicas. USAC.

Vaides Morales, Erick Roberto, 2011. **Las Reglas de Taylor**. Notas Monetarias No. 107. Enero-febrero 2011. Año 13.

Walsh, E. Carl. 2010. **Monetary Theory and Policy**. Third Edition. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.

Woodford, Michael. 2003. **Interest and Prices**. New Jersey: Princeton University Press.