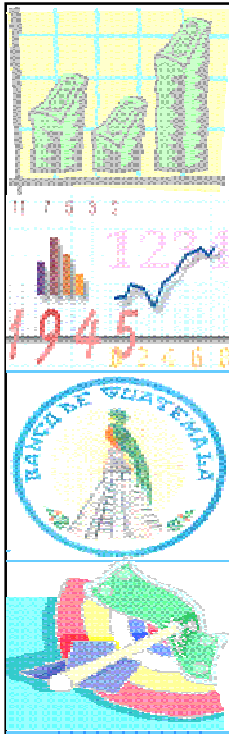




**DE METAS MONETARIAS
A METAS DE INFLACIÓN**

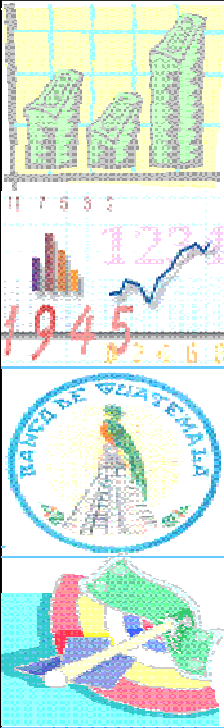
PARA LOGRAR LA
ESTABILIDAD DE PRECIOS

Mario A. García Lara



EL ENFOQUE DE METAS MONETARIAS

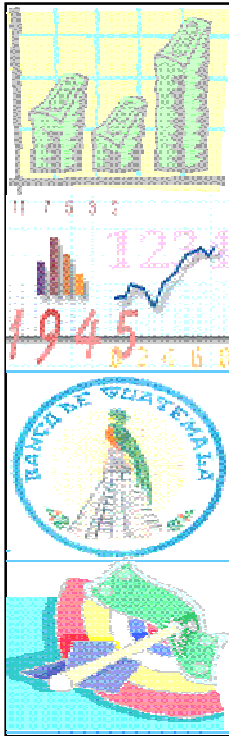
- Teoría Cuantitativa del Dinero
 - $M \cdot V = P \cdot T$
 - Si V y T son constantes en el corto plazo, M determina P
- Al controlar la oferta de dinero se controla el nivel de precios
- Se puede establecer una meta de M, para lograr una de P



Metas monetarias en Guatemala

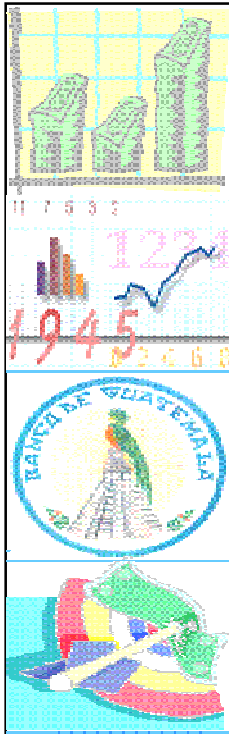
- Se siguieron sistemáticamente a partir de 1991 utilizando el agregado más estrecho: la Emisión Monetaria
- Se establecen metas finales de inflación
- Sin embargo, se rompió la relación entre Emisión e Inflación

En la década de los 90s el marco legal no se modifica;
Sin embargo, el marco institucional se adapta para ampliar las posibilidades de actuación de la política monetaria
Se liberan las tasas de interés, el tipo de cambio
Se abandona gradualmente el uso de instrumentos indirectos
Se privilegia la búsqueda de la estabilidad de precios
Se establecen metas intermedias, monetarias y no monetarias



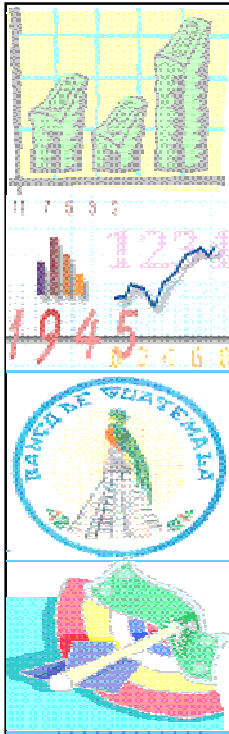
¿Existe una alternativa viable?

- La inestabilidad de los agregados monetarios y la vulnerabilidad de reglas cambiarias indujo a adoptar metas explícitas de inflación, especialmente en economías emergentes, con libre movilidad de capitales y mercados financieros liberalizados.
- *Inflation Targeting* se convierte en un estándar (*best practice*) internacional para la conducción de la política monetaria:
 - Nueva Zelandia, Australia, Gran Bretaña, Canadá, BCE (+/-), Suecia, Israel, Chile, México, Perú, Colombia, Brasil, República Dominicana, y Argentina



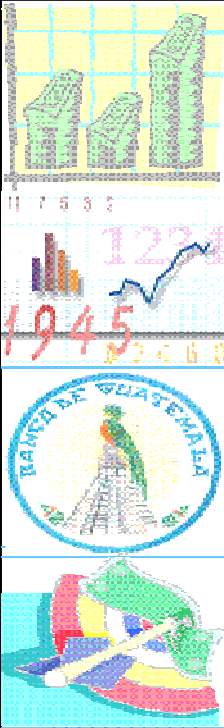
Metas de Inflación: una oportunidad

- **Clima global benigno:**
 - Estabilidad
 - Baja inflación
 - Bajas tasas de interés.
- Momento oportuno para tener una **política monetaria independiente.**
- Metas de inflación **no es una panacea:** requiere esfuerzos mayúsculos en lo fiscal y en reforzar el marco prudencial.



Prerrequisitos para transitar hacia metas de inflación

- **Credibilidad:** el criterio más importante.
- **Independencia instrumental:** Libertad para ajustar instrumentos de política monetaria.
- Disponer de **instrumento efectivo de política monetaria:** con una relación estable respecto a la inflación
- **Rendición de cuentas (accountability), transparencia y comunicación.**



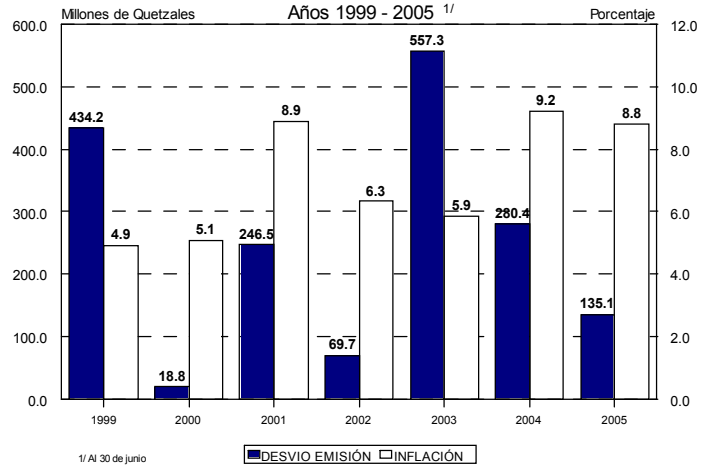
Transición en Guatemala hacia metas de inflación

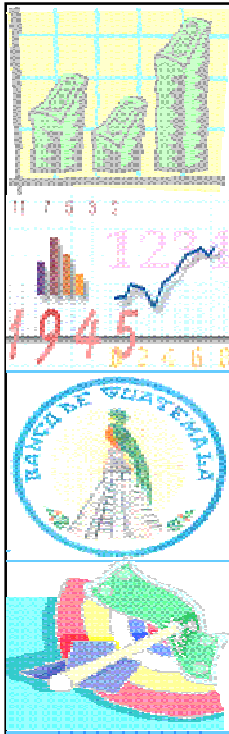
- 1999-2000: se anuncia un rango de inflación entre 5 y 7 %.
- 2000: se establecen metas indicativas de desempeño:
 - Emisión monetaria (principal variable indicativa)
 - Tasa de interés
 - Tasa parámetro (*regla de Taylor*)
 - Medios de Pago
 - Crédito Bancario
 - Tipo de cambio
 - Inflación subyacente
 - Índice de condiciones monetarias

Esto no quiere decir que la inflación no sea un fenómeno monetario; sí lo es. El problema es que tanto los agregados monetarios como los modelos que ayudaban a predecir su comportamiento (demanda) perdieron su contenido informativo respecto de la inflación, producto de la innovación financiera, de transacciones fuera de balance, de la apertura de la cuenta de capitales, etcétera.

Pérdida del contenido informativo de los agregados monetarios

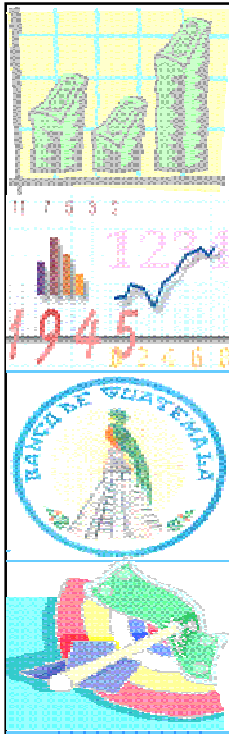
DESVÍO PROMEDIO DE LA EMISIÓN MONETARIA RESPECTO DEL LÍMITE SUPERIOR PROGRAMADO Y RITMO INFLACIONARIO





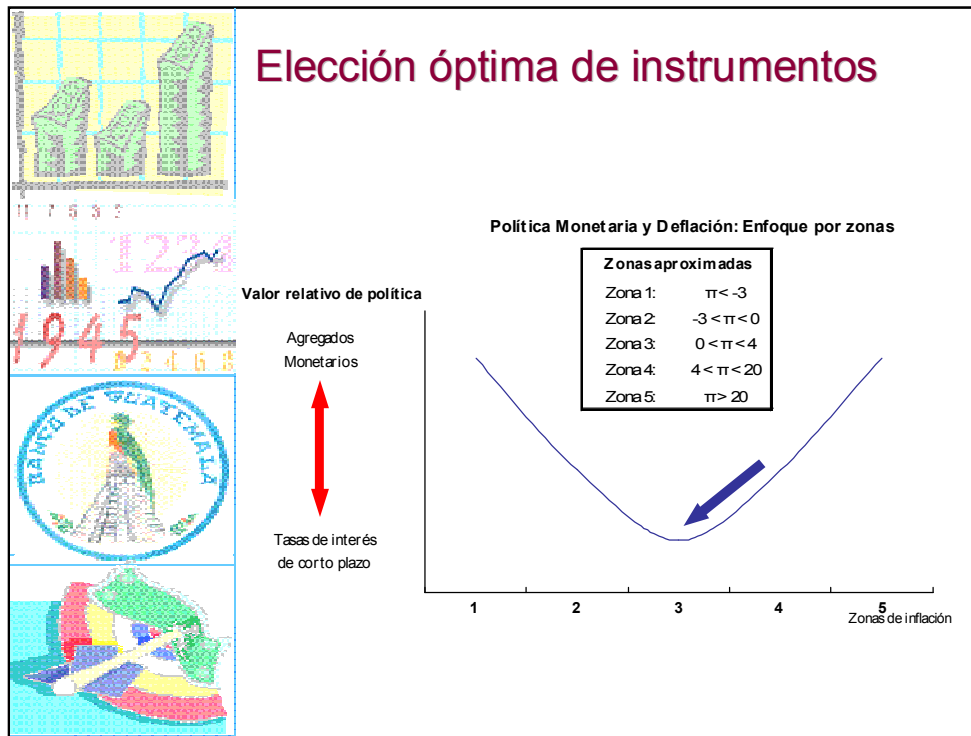
Transición en Guatemala hacia metas de inflación

- 2001-2002: se establece meta de inflación entre 4 y 6 %.
- Se adopta una política de transparencia: se publica la política aprobada por JM y los indicadores económicos (utilizando internet), incluso sin obligación legal.
- Ello configura una forma de hacer política monetaria que *de facto* comparte similitudes con *inflation targeting*, aunque con limitaciones analíticas (*modelaje económico*) y legales (*hasta junio de 2002 un marco legal inapropiado*)



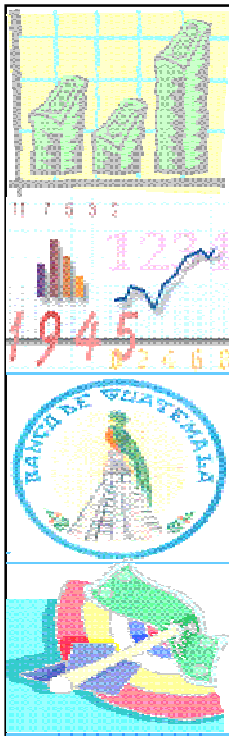
El nuevo marco institucional: la Ley Orgánica de 2002

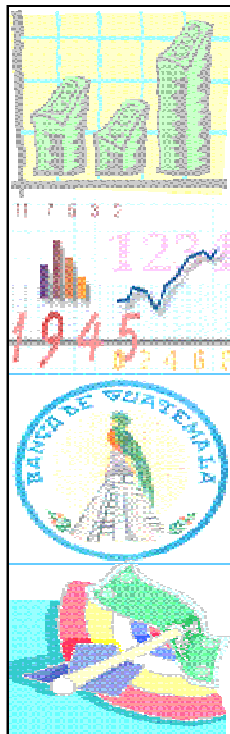
- Clara definición del objetivo fundamental: estabilidad de precios.
- Autonomía formal, operativa, económico-financiera y administrativa del Banco de Guatemala.
- Independencia en el uso de instrumentos de política monetaria.
- Se limita y redefine la función de prestamista de última instancia.
- Vigilancia del sistema de pagos.
- Se obliga a la transparencia y la rendición de cuentas
- Se privilegia el uso de instrumentos indirectos



Este gráfico permite situar conceptualmente el régimen de transición de agregados monetarios a tasa de interés de referencia. Relaciona los niveles de inflación con la conveniencia relativa de utilizar agregados monetarios o tasa de interés como instrumento de política monetaria. Por ejemplo la zona 1 es una zona de deflación y la zona 5 de alta inflación. Cuando la tasa de inflación es muy alta la tasa de interés real es muy volátil (relativamente más volátil que los agregados monetarios) por tanto conviene utilizar los agregados monetarios como instrumento. Cuando la tasa de inflación se estabiliza, también lo hace la tasa de interés real, y los agregados monetarios se vuelven relativamente más volátiles, por tanto conviene utilizar la tasa de interés como instrumento. Cuando la tasa de inflación es negativa, la política de tasas puede encontrar un límite (tasa nominal cero), entonces los agregados monetarios se vuelven nuevamente relativamente convenientes como instrumento de política monetaria (Japón). Guatemala hoy está en la zona 4 migrando hacia la zona 3.

Desde 2002, con la aprobación de su nueva ley orgánica, el Banco de Guatemala ha iniciado un proceso gradual de adopción del esquema monetario de metas explícitas de inflación.





Adopción explícita del esquema de metas de inflación en Guatemala

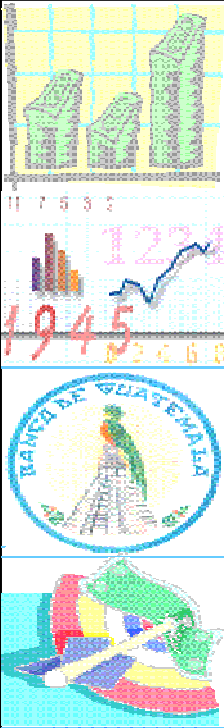
- Con la aprobación de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, se explicita por primera vez el propósito de adoptar un Esquema Monetario de Metas Explícitas de Inflación
- Se establece un rango-meta para diciembre de 2005 y enero-diciembre de 2006 de entre 4% y 6%.

La actual Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia se orienta al proceso de implementación de un Esquema Monetario de Metas Explícitas de Inflación.

La Junta Monetaria, en Resolución JM-160-2004, estableció las medidas de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, cuyos principios de participación en el mercado monetario y cambiario persiguen el propósito de profundizar el proceso de adopción de un esquema monetario de metas explícitas de inflación, conforme las mejores prácticas y estándares a nivel internacional en esta materia.

De acuerdo con dichos estándares, el “Esquema de Metas Explícitas de Inflación” es un marco de referencia de política monetaria caracterizado por el anuncio público de metas cuantitativas (o rangos) de carácter oficial (tasas de inflación) con respecto a uno o más horizontes temporales, con la certeza explícita de que una inflación baja y estable es el principal objetivo de largo plazo.

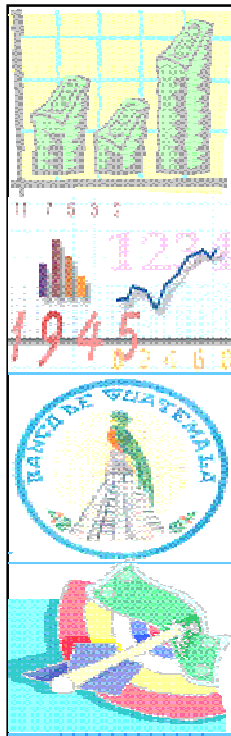
Este mecanismo permite al Banco Central guiar el manejo de su política monetaria a partir de la comparación entre la meta anunciada de inflación y el comportamiento del pronóstico de la inflación. El “Esquema de Metas Explícitas de Inflación” constituye un marco de referencia para la política monetaria y no una regla de aplicación automática.



1. Mejoras en operaciones monetarias

- Fijación de una sola tasa de interés líder para las operaciones de estabilización monetaria (CDPs a 7 días plazo);
- Eliminación de cupos en colocaciones de CDPs a 7 días plazo;
- Reducción del número de licitaciones; y,
- Fijación de cupos para las captaciones de CDPs que se convocan por el mecanismo de licitaciones.

En 2005, con el propósito de aumentar la eficiencia de la política monetaria se han introducido modificaciones graduales con el objeto de realizar las operaciones de estabilización monetaria en condiciones de mercado.



2. Mejoras en operaciones cambiarias

- Participación sustentada en una regla explícita, transparente y comprensible para los mercados;
- Eliminación de la discrecionalidad de las participaciones del Banco de Guatemala en el mercado cambiario; y,
- Reducción de la volatilidad del tipo de cambio.

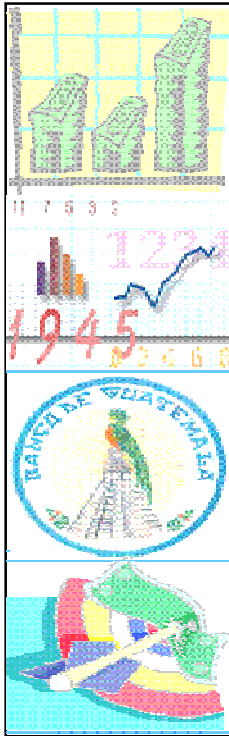
En la política cambiaria, con el propósito de aumentar la eficiencia y transparencia se introducen modificaciones graduales en función del cumplimiento de los principios indicados.



3. Mejoras en ejecución de la política monetaria

Situación hasta 2004	Situación en 2005
<ul style="list-style-type: none"> ■ Meta de inflación con horizonte de 12 meses. ■ Múltiples tasas de política monetaria. ■ Análisis de política monetaria basado en el comportamiento presente de las principales variables indicativas. ■ Utilización de un agregado monetario como ancla nominal o meta intermedia. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Meta de inflación con un horizonte de 24 meses. ■ Tasa líder única (7 días plazo). ■ Análisis de política monetaria basado en pronósticos de las principales variables (Balance de riesgos). ■ Esquema de metas explícitas de inflación: énfasis en la inflación como ancla nominal.

A lo largo de 2005 se han introducido gradualmente mejoras a la forma en que se ejecuta la política monetaria, a fin de continuar avanzando en el proceso de adopción del esquema de metas explícitas de inflación, conforme lo dispuesto por la Junta Monetaria.



3. Mejoras en ejecución de la política monetaria

Situación hasta 2004

- Participación discrecional en el mercado cambiario.
- Colocaciones de CDPs de corto plazo tanto en la MEBD y en las bolsas de valores como mediante licitaciones.
- Licitaciones de CDPs realizadas todos los días.

Situación en 2005

- Participación en el mercado cambiario con una regla explícita.
- Colocaciones de corto plazo únicamente en la MEBD y en bolsas de valores. Las de más largo plazo únicamente mediante licitaciones.
- Reducción de la frecuencia de las licitaciones (3 por semana) y del número de plazos ofrecidos.

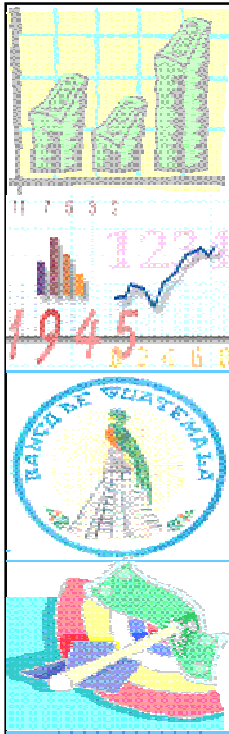


3. Mejoras en ejecución de la política monetaria

Situación hasta 2004	Situación en 2005
<ul style="list-style-type: none"> ■ Colocaciones de CDPs en licitaciones sin cupo. ■ No se publicaban las actas de las sesiones del Comité de Ejecución. ■ Cambios en las tasas de interés se adoptaban en cualquier momento. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Colocaciones de CDPs en licitaciones con cupos pre-anunciados. ■ Publicación de las actas de sesiones del Comité de Ejecución. ■ Decisiones del Comité sobre la tasa líder se calendarizan la sesión más próxima posterior al día 15 de cada mes.

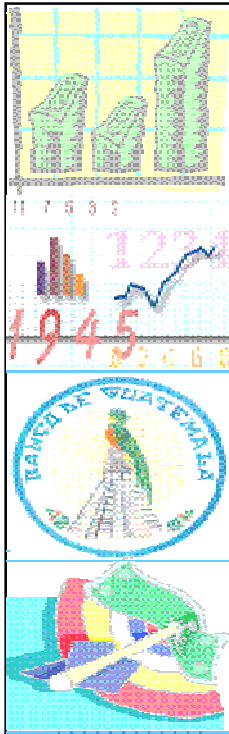
Las mejoras que se han adoptado en la conducción de la política monetaria coadyuvan a una mayor transparencia que busca que los mercados estén mejor informados de las actuaciones del Banco Central y que, con ello, adapten sus decisiones económicas de manera que la propia política monetaria sea más efectiva.

Cabe indicar que para fortalecer la transparencia en la conducción de la política monetaria, el Banco Central hace públicas en internet las actas de las sesiones del Comité de Ejecución de dicha política.



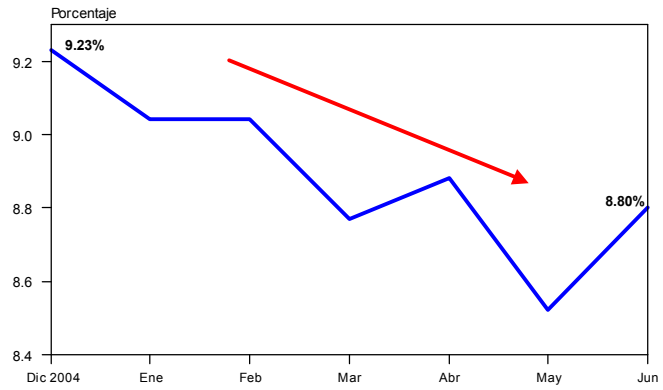
Medidas de política durante 2005: ajuste de la tasa líder

- Febrero: se aumentó de 2.55% a 2.75%
- Mayo: se aumentó de 2.75% a 3%
- Julio: se aumentó de 3% a 3.25%
- Medida preventiva para aplacar expectativas inflacionarias.
- El ajuste es moderado si se consideran las tasas internacionales.



En el primer semestre de 2005 el ritmo inflacionario se desaceleró 0.43 puntos porcentuales.

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
2004 - 2005*

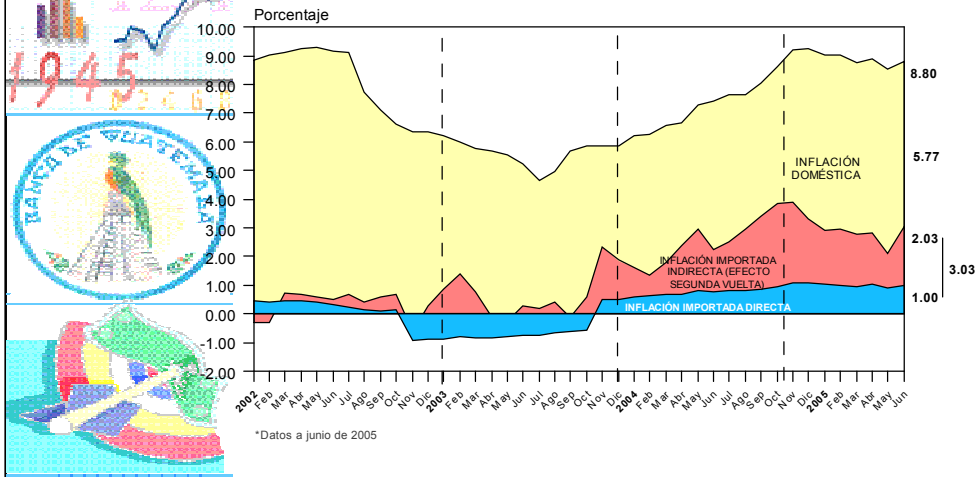


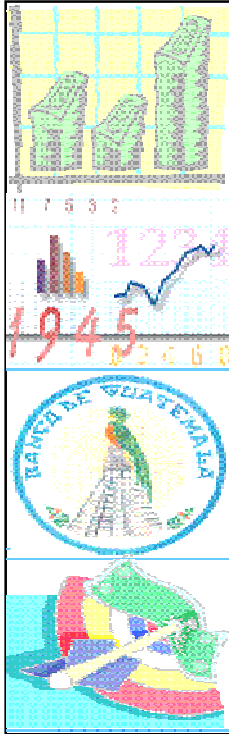
* A junio de 2005

Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

Dilema de política: del ritmo inflacionario de 8.80% a junio, 3.03 puntos porcentuales correspondieron a inflación importada.

COMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN TOTAL
2002 - 2005*





4. Pasos siguientes: Operaciones de Estabilización Monetaria

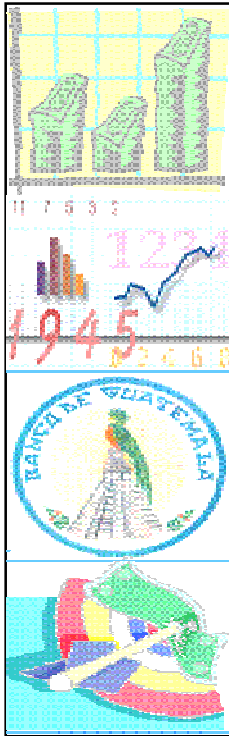
- Reducción gradual de las operaciones coyunturales;
- Reducción de la brecha entre la tasa líder activa y pasiva de la política monetaria;
- Afinar las proyecciones de liquidez agregada de la economía
 - Liquidez primaria
 - Liquidez bancaria
- Desarrollar el mercado secundario de valores (CDPs fungibles)



4. Pasos siguientes: pronósticos de inflación como meta intermedia

- Una visión futura: el pronóstico de inflación es un objetivo intermedio.
- Nos focalizaremos en la predicción de inflación pues las decisiones de política monetaria tardan en impactar.
- **Objetivo final: las expectativas de inflación como ancla monetaria**

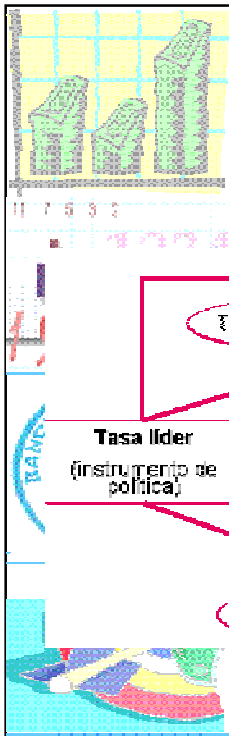
Conviene dejar en claro que la estabilidad de precios es un objetivo de largo plazo (algunos otros elementos pueden ser tenidos en cuenta en el diseño de la política monetaria), que la economía puede estar sujeta a shocks que hagan que sea óptimo desviarse temporalmente de la meta, en tanto el BCRA sea lo suficientemente transparente para comunicar esto al público evitando dañar de esta manera la credibilidad adquirida (Ej. Brasil con Arminio Fraga)



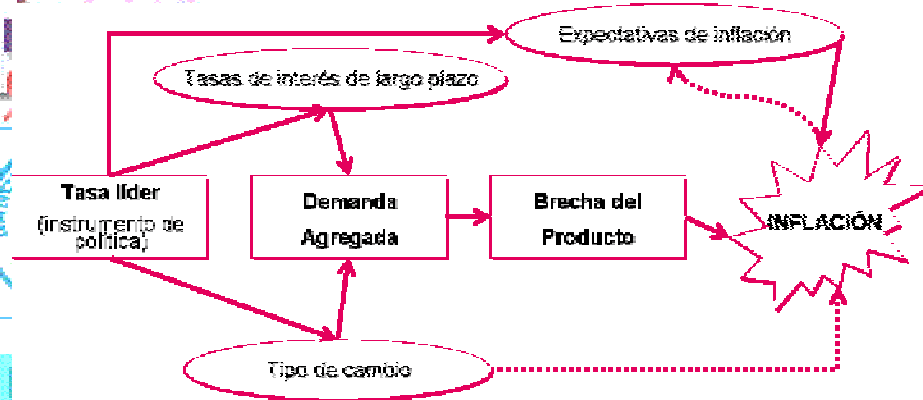
4. Pasos siguientes: sistema estructurado de proyecciones y análisis de política (SEPA)

Es fundamental entender cómo funciona el mecanismo de transmisión de la política monetaria, que permita:

- Tener un modelo estructural de la economía de Guatemala;
- Predecir el comportamiento futuro de la economía, particularmente de la inflación, y fijar metas multianuales;
- Hacer proyecciones de muy corto plazo sobre el comportamiento de la inflación;
- Facilitar recomendaciones de política frente a riesgos de inflación; y,
- Fortalecer la comunicación con los mercados.



El modelo estructural debe reflejar que la política monetaria suele transmitirse a través de: (i) expectativas de inflación; (ii) demanda agregada; y (iii) tipo de cambio





Gracias por su atención



Guatemala, agosto de 2005