

Contenido

1. ¿Qué es el Marco Integrado de Políticas del Fondo Monetario Internacional? p. 1
2. Reseña histórica y estado actual de la política monetaria en los Estados Unidos de América y en las Economías Avanzadas.....p. 5

¿Qué es el Marco Integrado de Políticas del Fondo Monetario Internacional?

Eva María de León Fajardo¹

1. Introducción

Los flujos transfronterizos de capital proporcionan beneficios significativos para las naciones, pero también pueden generar o amplificar perturbaciones que ponen en riesgo la estabilidad económica y financiera del país. Las economías pequeñas y abiertas pueden ser particularmente vulnerables a las oscilaciones de los flujos internacionales de capital. Entonces, surge la pregunta: ¿cómo deberían responder las autoridades ante estos fenómenos? La respuesta tradicional ha sido utilizar el tipo de cambio como amortiguador. Sin embargo, un esquema de tipo de cambio flexible no ofrece un aislamiento total de los choques externos debido, por ejemplo, a que los mercados financieros no funcionan perfectamente. Como resultado, los responsables de la formulación de políticas a menudo recurren a una combinación de herramientas, incluida la intervención en el mercado de divisas y medidas macroprudenciales y de gestión de los flujos de capital. Estas respuestas de política varían sustancialmente de una nación a otra y a lo largo del tiempo.

Durante 2019 y 2020, el Fondo Monetario Internacional (FMI) realizó un gran esfuerzo para desarrollar modelos conceptuales y cuantitativos que tuvieran más en cuenta las fricciones y vulnerabilidades observadas en la economía para orientar el uso integrado de estas herramientas. El esfuerzo de modelaje también se complementa con un amplio análisis empírico y estudios de casos de países. El trabajo combinado proporciona información útil a los responsables de la formulación de políticas sobre cuándo y cómo desplegar múltiples herramientas, prestando especial atención a sus interacciones, a las características específicas de cada república, las condiciones iniciales y a la naturaleza de los choques. A continuación, se resumen los principales hallazgos analíticos del trabajo del personal del FMI respecto al Marco Integrado de Políticas.

2. Hacia un Marco Integrado de Políticas

En el Marco Integrado de Políticas o *Integrated Policy Framework* (IPF, por sus siglas en inglés) se examina conjuntamente el papel de las políticas monetarias, cambiarias (incluida la intervención cambiaria), macroprudenciales y de gestión de los flujos de capital, así como sus interacciones entre sí y con otras políticas, centrándose en gran medida en los países con tipo de cambio flexible. Su objetivo es aclarar las condiciones en las que es apropiado el uso de estos instrumentos, así como orientar el despliegue de múltiples herramientas de manera armonizada para alcanzar los objetivos de estabilidad macroeconómica y financiera. Un marco sistemático también puede ayudar a los bancos centrales que emplean

múltiples herramientas a comunicar de mejor manera las decisiones de política y a mejorar la credibilidad cuando sea necesario.

Los dilemas enfrentados por las autoridades (especialmente los derivados de la volatilidad de los flujos de capital a medida que cambian las condiciones financieras mundiales) justifican el uso de múltiples herramientas en determinadas condiciones. Su despliegue debe guiarse por un marco claro y una evaluación de costos y beneficios. Las combinaciones óptimas de políticas dependen de la naturaleza de los choques, las características del país y las condiciones iniciales.

Es primordial tener claro que las herramientas del IPF no deben utilizarse para respaldar un tipo de cambio desalineado. En los países con tipo de cambio flexible, mercados cambiarios profundos y acceso continuo a los mercados, lo óptimo suele ser permitir un ajuste completo del tipo de cambio a las perturbaciones económicas y financieras. En presencia de fricciones y vulnerabilidades comunes en naciones de mercados emergentes y de bajo ingreso, si bien el tipo de cambio flexible sigue proporcionando beneficios significativos, otras herramientas pueden desempeñar un papel útil para ciertos choques. En esos casos, no hay una jerarquía u orden preestablecido en el que se deban utilizar estas herramientas: las combinaciones óptimas dependen de las condiciones y los choques del país.

Las medidas macroprudenciales, la intervención cambiaria y las medidas de gestión de flujos de capital (MPM, FXI y CFM, por sus siglas en inglés respectivamente) son las herramientas propuestas a utilizarse en el IPF; estas pueden ayudar a aumentar la autonomía monetaria, mejorar la estabilidad financiera y de precios, así como reducir la volatilidad del producto en presencia de fricciones financieras y vulnerabilidades en los balances. Asimismo, la acumulación precautoria de reservas en tiempos normales crea amortiguadores para los malos tiempos. Los beneficios de estabilización resultantes del uso de las herramientas de IPF deben equilibrarse con los costos potenciales en términos de desarrollo del mercado, desafíos de comunicación y otras consecuencias indeseables. El uso persistente de estas herramientas puede perpetuar las mismas vulnerabilidades que racionalizan su implementación.

Los desafíos prácticos y los riesgos potenciales del uso de estas herramientas, tanto a corto como a largo plazo, sugieren la necesidad de cautela y juicio en su aplicación, así como la importancia de comunicar claramente las acciones y los objetivos.

¹ Analista de la Sección de Modelos Macroeconómicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

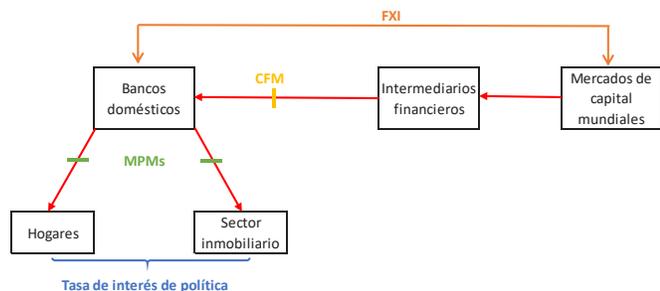
Sumado a esto, la trayectoria óptima de los instrumentos del IPF depende de las características estructurales y de las políticas fiscales. La orientación fiscal, así como el nivel y la composición de la deuda pública, afectan las condiciones iniciales y pueden hacer que la economía sea más vulnerable, tanto a determinados choques como a una interrupción repentina. Sin embargo, las CFMs y MPMs están mejor orientadas a hacer frente a los riesgos para la estabilidad financiera y, a corto plazo, son más fáciles de ajustar que los instrumentos fiscales.

Sin embargo, será esencial elaborar salvaguardias para reducir al mínimo el riesgo de uso inadecuado de las políticas del IPF. En los modelos, las herramientas del IPF están orientadas a objetivos macroeconómicos y de estabilidad financiera bien definidos. En la práctica, no obstante, los instrumentos podrían utilizarse indebidamente para respaldar tipos de cambio desalineados, sustituir un ajuste macroeconómico justificado o impedir la determinación de precios y la competencia. Acorde al FMI, los CFM o FXI no deben tener como objetivo evitar la apreciación del tipo de cambio para apoyar a las industrias exportadoras. Tampoco deben utilizarse para contener las presiones inflacionarias ante una política monetaria excesivamente expansiva. Para diferenciar entre la implementación apropiada e inapropiada de los instrumentos del IPF será necesario desarrollar métricas adecuadas para evaluar su uso.

2.1 Modelo conceptual para el Marco Integrado de Políticas

El modelo analítico del IPF añade los precios de la moneda dominante y las fricciones financieras a un modelo neokeynesiano microfundado estándar de economía abierta y pequeña. El modelo (Basu et al., 2020) se caracteriza por hogares y empresas de los sectores de bienes transables e inmobiliario que ahorran y piden prestado a través de los bancos nacionales (ver figura 1).

Figura 1. Modelo Conceptual para el IPF



Fuente: FMI (2020)

Los bancos acceden a los mercados mundiales de capital a través de intermediarios financieros que tienen una capacidad limitada para asumir el riesgo cambiario. Tanto el endeudamiento interno como el externo están limitados por el valor de las garantías. El modelo se centra en los flujos de deuda, tanto en divisas como en moneda nacional porque son los tipos de flujo más importantes para los riesgos macroeconómicos y de estabilidad financiera. En él se examina una serie de perturbaciones reales y financieras, entre ellas, las perturbaciones de la productividad, los precios de los productos básicos, la tasa de interés mundial, los límites de la deuda interna y externa y la demanda extranjera por deuda doméstica. Los efectos de estos choques dependen de las características de cada país, como la moneda de facturación comercial, la participación de las exportaciones de productos básicos, los descalces de divisas en los balances, las imperfecciones de los mercados crediticios nacionales e internacionales, el volumen de deuda y la profundidad del mercado cambiario. Por ejemplo, la combinación de descalces monetarios y restricciones de garantías puede hacer que algunas naciones sean vulnerables a las interrupciones repentinas y a la liquidación de garantías hipotecarias.

Los diferentes instrumentos del IPF funcionan con diferentes mecanismos, pero las políticas interactúan entre sí (ver figura 1). La política monetaria tiene su papel tradicional en las tasas de interés. La FXI afecta al tipo de cambio a través de un efecto de equilibrio de cartera, modificando las primas que exigen los intermediarios financieros al prestar a los bancos nacionales. Las MPM actúan como impuestos sobre los préstamos al consumo y a la vivienda para desalentar el endeudamiento excesivo, mientras que las CFM son un impuesto sobre la financiación externa de los bancos. Si bien las políticas pueden dirigirse a flujos entre diferentes agentes, estos flujos están interconectados, por lo que cambiar una política tiene implicaciones para las demás. Por ejemplo, el cambio de las MPM afecta a los préstamos de los bancos nacionales, con implicaciones no solo para la política monetaria sino también para las FXI y las CFM óptimas a través del cambio resultante en la demanda de los bancos por financiamiento internacional.

2.2 Modelo Cuantitativo para el Marco Integrado de Políticas

El modelo cuantitativo está orientado empíricamente y es útil para evaluar cómo las herramientas alternativas del IPF pueden mejorar las compensaciones de las políticas y mitigar los riesgos. El modelo (Adrian et al., 2020) se basa en una clase bastante estándar de modelos neokeynesianos de economía abierta que se utilizan ampliamente en los bancos centrales, pero incorpora fricciones adicionales para ayudar a captar las características clave de muchas economías emergentes y de los episodios de estrés financiero. En concreto, el modelo incluye un canal de hoja de balance no lineal que vincula la prima de riesgo de la paridad no cubierta de tasas de interés (UIP, por sus siglas en inglés) con los pasivos externos netos de un país, lo cual implica que una economía muy endeudada es especialmente susceptible a las presiones de los flujos de capital y de los tipos de cambio cuando el sentimiento de riesgo mundial se deteriora.

En el espíritu de Bruno y Shin (2018), también se permite que las fluctuaciones del tipo de cambio afecten marcadamente las condiciones financieras internas (por ejemplo, los diferenciales de los préstamos privados) para tener en cuenta los efectos del desajuste de las monedas extranjeras. Por último, la credibilidad de la política monetaria puede ser imperfecta, por lo que las variaciones del tipo de cambio pueden tener efectos pronunciados sobre las expectativas de inflación (Carstens, 2019).

El modelo capta el papel clave del canal cambiario en la determinación de las decisiones de política para algunas economías emergentes y en desarrollo. Los choques cambiarios no plantean grandes desafíos para las economías avanzadas: una depreciación aumenta la producción al tiempo que ejerce un efecto pequeño y relativamente, transitorio, sobre la inflación. Sin embargo, los choques causantes de que el tipo de cambio se deprecie pueden plantear dilemas muy difíciles para las economías en las cuales las expectativas de inflación están mal ancladas, como es el caso de algunas economías emergentes y en desarrollo. En este sentido, el banco central se ve obligado a elegir entre un fuerte endurecimiento de la política monetaria para mantener la inflación estable —a costa de una fuerte caída del producto— y seguir una política más pasiva, la cual pueda permitir que la inflación se dispare. Las economías emergentes y en desarrollo con grandes pasivos externos netos son aún más vulnerables a las perturbaciones externas. Se enfrentan a mayores aumentos de la inflación que las economías emergentes y en desarrollo con bajos pasivos externos netos, incluso después de adoptar una política monetaria más restrictiva. Como resultado, estas economías emergentes más vulnerables también experimentan contracciones más profundas de la producción y un deterioro de los diferenciales (spreads). El uso de diferentes herramientas del IPF puede ayudar a gestionar estas disyuntivas (trade offs).

2.3 Resultados empíricos de las herramientas de política del IPF

Los principales resultados sobre las herramientas del IPF se pueden resumir en el cuadro que se detalla a continuación.

	Instrumento		
	Medidas Macroprudenciales (MPM)	Intervención Cambiaria (FXI)	Medidas de gestión de flujos de capital (CFM)
Usos principales	<ul style="list-style-type: none"> Controlar el crédito doméstico. 	<ul style="list-style-type: none"> Acumular reservas de divisas precautorias. Reducir la volatilidad en los mercados de divisas poco profundos. Mitigar los riesgos de desajuste de divisas. Controlar la inflación. Frenar los desajustes del tipo de cambio. 	<ul style="list-style-type: none"> Gestionar las entradas/salidas de capital o los flujos en clases de activos específicos. Alterar la composición de los flujos.
Efectividad	<ul style="list-style-type: none"> Reducir la acumulación interna de vulnerabilidades derivadas de condiciones financieras mundiales favorables. El costo de llevarlo a cabo podría ser pequeño. 	<ul style="list-style-type: none"> Afecta el tipo de cambio en el corto plazo. Puede ayudar a gestionar los flujos de capital. Un nivel adecuado de reservas reduce vulnerabilidades. 	<ul style="list-style-type: none"> Puede cambiar la composición de los flujos. Puede afectar el tamaño total de los flujos (esto es menos claro). Las CFM de precaución pueden ayudar a contener los riesgos para la estabilidad financiera derivados de los aumentos repentinos. Menos evidencia para el uso reactivo.
Consecuencias no deseadas y efectos indirectos	<ul style="list-style-type: none"> Puede "fugarse" a través del otorgamiento de crédito por parte de entidades no bancarias y del extranjero. Puede mejorar la resiliencia de otros países. 	<ul style="list-style-type: none"> Podría inducir un mayor endeudamiento en moneda extranjera. Podría afectar la credibilidad de los bancos centrales (evidencia débil). 	<ul style="list-style-type: none"> Tienden a ser rígidas. Evidencia limitada sobre el impacto en el crecimiento. Puede desviar los flujos de capital hacia otros países.
Interacciones de política	<ul style="list-style-type: none"> • Puede ayudar a aumentar la autonomía de la política monetaria. • Ayuda a limitar la apreciación del tipo de cambio asociada con el rápido crecimiento del crédito. 	<ul style="list-style-type: none"> • Las combinaciones de política monetaria y cambiaria pueden ayudar a suavizar el impacto de los choques de financiamiento externo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Puede mejorar la efectividad de la intervención cambiaria. • Puede reducir las fugas de MPM y amortiguar los efectos retroactivos.

Fuente: FMI (2020)

- Cuando es probable que una depreciación brusca provoque, no solo un aumento temporal de los precios de los bienes y servicios sino también eleve las expectativas de inflación, el banco central puede considerar la FXI junto con el aumento de las tasas de interés para contener esos impactos. El uso complementario de la FXI puede reducir el impacto adverso en el crecimiento de la política monetaria más restrictiva.

Los principios sugieren indicadores y análisis para ayudar a identificar la fuerza de la fricción pertinente para cada uno de los casos descritos, basándose en métricas y otra información disponible. Esos indicadores no deben utilizarse de forma mecánica, sino para enmarcar y estructurar los debates de política. Asimismo, se esbozan las principales condiciones institucionales que aumentan la probabilidad de éxito de la FXI; se examinan las compensaciones en la acumulación y el gasto de las reservas y se analiza cómo las consideraciones multilaterales pueden informar el asesoramiento.

Entre los inconvenientes, este marco reconoce que la FXI puede renunciar a algunos beneficios de la flexibilidad total del tipo de cambio cuando se trata del ajuste macroeconómico, como el intercambio de individuos y empresas entre bienes y servicios nacionales y extranjeros. Otra consideración importante es que acumular y mantener reservas para la FXI es costoso. De acuerdo con el FMI, la intervención también puede tener efectos secundarios no deseados, por ejemplo, el uso excesivo puede obstaculizar el desarrollo de los mercados de divisas al reducir los incentivos para el comercio de divisas o la cobertura del sector privado. Las expectativas de que el banco central intervendrá para frenar las pérdidas también pueden crear riesgo moral. Además, una comunicación deficiente de la FXI puede causar confusión sobre la función de reacción de la política del banco central y su principal instrumento para alcanzar su objetivo de inflación.

Dados estos inconvenientes, el IPF recomienda intervenir solo en los casos descritos y cuando los choques son lo suficientemente grandes como para amenazar la estabilidad económica o financiera, como una fluctuación inusual pronunciada en el tipo de cambio o las condiciones financieras. En estos casos, no se debe recurrir a la intervención para evitar el ajuste de las políticas monetarias y fiscales, y, si las reservas son escasas, puede ser mejor preservarlas hasta que se avecinen choques mayores.

Cuando se determina que la intervención es apropiada, esta es más eficaz como parte de un enfoque de política combinado que integre otros instrumentos macroeconómicos y financieros. Incluso, antes de un choque, los países deberían profundizar sus mercados de divisas, haciéndolos más resistentes a las tensiones. Por otro lado, las medidas macroprudenciales apropiadas pueden reducir el endeudamiento riesgoso en moneda extranjera. Asimismo, las naciones pueden anclar mejor las expectativas de inflación para reducir la necesidad de intervención en caso de choques.

3. Principios para el uso de la intervención cambiaria en el Marco Integrado de Políticas

Estos lineamientos consisten en guías propuestas por el FMI para el asesoramiento en materia de política sobre el uso de la intervención cambiaria como parte del Marco Integrado de Política. Estos principios toman en cuenta las ideas de los modelos conceptuales y cuantitativos del IPF (por ejemplo, Basu y otros, 2020; Adrian y otros, 2021), con consideraciones adicionales de la literatura empírica y los desafíos prácticos enfrentados por los bancos centrales. Este marco permite que el asesoramiento difiera en función de los choques, las fricciones y las condiciones iniciales específicas de cada economía al tiempo que garantiza la coherencia del enfoque en la supervisión de los países con tipos de cambio flotantes.

El IPF reconoce que las economías financieramente abiertas pueden ser más vulnerables a los choques, por lo que los tipos de cambio flexibles, en su totalidad, no siempre funcionan bien. Por ello, se identifican tres circunstancias en las que los bancos centrales podrían considerar la intervención cambiaria (FXI) para hacer frente a un gran choque:

- Cuando los mercados de divisas se vuelven ilíquidos, un banco central puede utilizar la FXI para gestionar cambios bruscos en las condiciones financieras que puedan surgir de las presiones sobre el flujo de capital y los tipos de cambio que amenacen la estabilidad macroeconómica y financiera.
- En el caso de las exposiciones a divisas sin cobertura, un banco central puede utilizar la FXI para contrarrestar una caída brusca de la moneda que, de otro modo, conduciría a una crisis, como una que implique impagos a gran escala del sector privado de la deuda denominada en dólares.

4. Conclusiones

Los flujos internacionales de capital pueden proveer beneficios significativos al desarrollo económico de los Estados, sin embargo, también pueden generar o intensificar perturbaciones en sus economías. Por lo tanto, las autoridades de estos países han hecho uso de un conjunto de herramientas de política para lidiar con estos problemas y complementar el manejo de tasas de interés. Estas herramientas incluyen medidas macroprudenciales, intervención cambiaria y medidas de gestión de flujo de capitales. Así es como el Fondo Monetario Internacional definió un marco conceptual que orienta el uso integrado de estas políticas, llamado Marco Integrado de Política.

Justamente el IPF actualiza el asesoramiento del FMI al considerar un uso más integrado de una mayor gama de estas herramientas de política para abordar las fricciones del mercado y las grandes perturbaciones. Agregado a ello se pretende fomentar los debates sobre políticas con los países miembro, a medida que se evalúan con

periodicidad sus vulnerabilidades y sus posibles respuestas. El IPF puede ayudar a los países a adaptarse a sus circunstancias únicas mientras se preparan para la incertidumbre persistente y las crisis futuras.

Finalmente, no existe una única respuesta universal válida a la volatilidad de los flujos de capitales. La política óptima dependerá de la naturaleza de los choques y de las características de cada país. Este nuevo marco representa un avance significativo a la hora de establecer los lineamientos sobre cómo y cuándo deben usarse las diferentes herramientas de política disponibles y cómo pueden trabajar juntas para alcanzar resultados óptimos.

5. Referencias

Adrian, T., J. C. Erceg, J. Lindé, P. Zabczyk, and J. Zhou, 2020, "A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework," IMF Working Paper No. 20/122 (Washington: International Monetary Fund).

Adrian, T., G. Gopinath, C. Pazarbasioglu, diciembre 2020, "Navigating Capital Flows - An Integrated Approach". IMF BLOG. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2020/12/09/blog-navigating-capital-flows-an-integrated-approach>

Basu, S., E. Boz, G. Gopinath, F. Roch, and F. Unsal, 2020, "A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework," IMF Working Paper No. 20/121 (Washington: International Monetary Fund).

Basu, S., S. Das, O. Harrison, E. Nier, octubre 2024, "When Foreign Exchange Intervention Can Best Help Countries Navigate Shocks". IMF BLOG. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2024/10/10/when-foreign-exchange-intervention-can-best-help-countries-navigate-shocks>

Bruno, V. G. and H. S. Shin, 2018, "Currency Depreciation and Emerging Market Corporate Distress," CEPR Discussion Papers No. 13298 (Londres: Center for Economic Policy Research).

Carstens, A., 2019, "Exchange Rates and Monetary Policy Frameworks in Emerging Market Economies," Conferencia en London School of Economics, Mayo (Londres).

International Monetary Fund, 2020, "Toward an Integrated Policy Framework", IMF Policy Paper No. 2020/046 (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund, 2023, "Integrated Policy Framework - Principles for the Use of Foreign Exchange Intervention", IMF Policy Paper No. 2023/061 (Washington: International Monetary Fund).



Reseña histórica y estado actual de la política monetaria en los Estados Unidos de América y en las Economías Avanzadas

Edwin Felipe Morales Cal¹

1. Introducción

Durante muchas décadas, la implementación de la política monetaria ha evolucionado considerablemente hasta llegar a los distintos regímenes que utilizan actualmente los bancos centrales. Los escenarios y adversidades que las economías enfrentan son muy diversos y por ello, las herramientas con las que los bancos centrales cuentan han tenido que actualizarse y rediseñarse, según sea el caso.

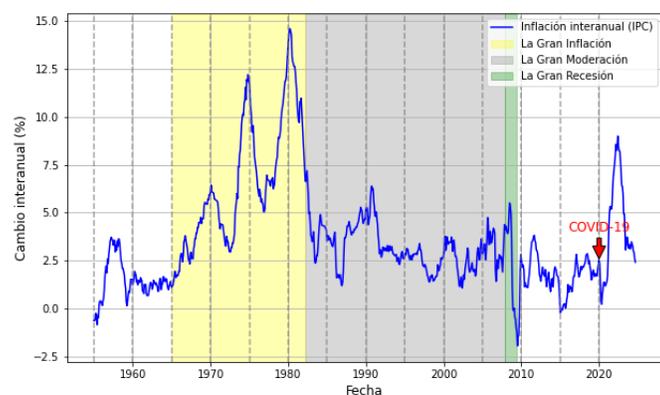
Hasta hace algunos años, el escenario económico era de tasas de interés bajas debido a la crisis financiera global de 2008–2009 y a la pandemia del COVID-19. Pero, a medida que la inflación empezó a aumentar y la economía mundial inició su recuperación, surgió un nuevo período de altas tasas de interés. En este nuevo escenario es apropiado preguntarse: ¿Qué nuevas herramientas deberían considerar los bancos centrales? En el presente documento se hará una reseña histórica y se describirá el estado actual de la política monetaria de la Reserva Federal (Fed) de los Estados Unidos de América.

2. Reseña histórica

La teoría monetaria trata del estudio de los agregados monetarios y su impacto en las variables económicas como la inflación, el desempleo, el crecimiento económico y las tasas de interés. En consecuencia, analiza cómo la oferta monetaria, usualmente controlada por los bancos centrales, influye en el comportamiento de la economía en general. Por su parte, la política monetaria es el conjunto de acciones que toma un banco central para gestionar dicha oferta monetaria, así como las tasas de interés.

En el caso particular de los EE. UU., la Fed implementa su política monetaria con la tasa de interés de corto plazo. La Fed ha enfrentado períodos con alta volatilidad macroeconómica; por ejemplo, el período de 1965 a 1982, denominado como “La Gran Inflación”. De acuerdo con algunos economistas, el origen de dicha inflación fue la excesiva monetización de la economía, ya que se tenía la idea que existía una relación estable de la Curva de Phillips, pero Edmund Phelps (1967) y Milton Friedman (1968) argumentaron que la relación entre tasa de desempleo e inflación, en el largo plazo, no es estable. Dicha monetización de la economía ocasionó que la inflación de mediados de la década de los 60 del siglo XX, aumentara considerablemente, a lo cual se sumó el colapso de Bretton Woods² (1971), los choques petroleros, de 1973 y 1974; y, posteriormente, los de 1979 y 1980, llevando los niveles de inflación a dos dígitos.

Gráfica 1: Inflación IPC interanual de EE. UU.: Período 1955–2024 (Ajustado estacionalmente)



Fuente: Elaboración propia con datos de (FRED St. Louis, 2024)

Posteriormente vendría el período de la “Gran Moderación” de mediados de la década de 1980–1990 a 2007. (ver gráfico 1), en el cual se observó una relativa estabilidad macroeconómica. Para el caso de EE. UU., la inflación fue baja y relativamente estable. Durante este período, las economías de los países desarrollados experimentaron un crecimiento económico constante con tasas de inflación bajas y estables. Muchos economistas mencionaron que esto se debió a cambios en la estructura de la economía, buena suerte y una adecuada ejecución de la política monetaria (Reserva Federal, 2013).

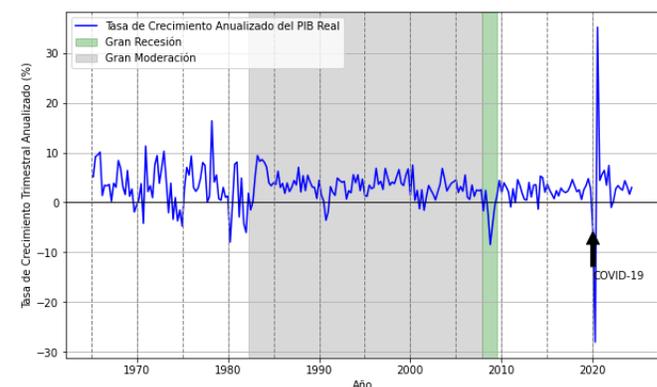
Otros argumentos sostienen que se le empezó a prestar atención a la estabilidad financiera; al papel que empezaron a desempeñar las expectativas de inflación, con lo cual se logró una mejor comunicación y transparencia de la política monetaria; y a una respuesta más sistemática por parte de la Fed a las desviaciones de la inflación (Reserva Federal, 2013). Además, la implementación de la Regla de Taylor permitió a los hacedores de política monetaria ajustar la tasa de interés en función del nivel de inflación (brecha respecto a su meta) y la desviación del PIB real respecto a su nivel potencial (brecha del producto).

Sería a finales del año 2007, con la llegada de la Crisis Financiera Global y posterior Gran Recesión, donde se pondría fin a la estabilidad económica vivida en las dos décadas anteriores (ver gráfico 2). En lo particular, la economía estadounidense se desaceleró marcadamente en 2009 y su recuperación fue lenta. Los bancos centrales de las principales economías avanzadas implementaron una serie de políticas monetarias agresivas y no convencionales para reactivar sus economías, así como para estabilizar los mercados financieros y atacar la deflación.

Dentro de las principales políticas monetarias implementadas en este período se encuentran:

- Reducción de tasas de interés a cero (Zero Lower Bound - ZLB) ver gráfica 3.
- Flexibilización cuantitativa (Quantitative Easing - QE): compra masiva de activos financieros.
- Orientación hacia adelante (Forward Guidance): comunicación clara sobre la política futura de tasas.
- Ajuste en la composición del balance (Operación Twist): cambio de bonos de corto a largo plazo.
- Provisión de liquidez y préstamos de emergencia a instituciones financieras.
- Tasas de interés nominales negativas en Europa y Japón. (Kuttner, 2018)

Gráfica 2: Tasa de crecimiento trimestral anualizado del PIB real de EE. UU.: Período 1965–2024

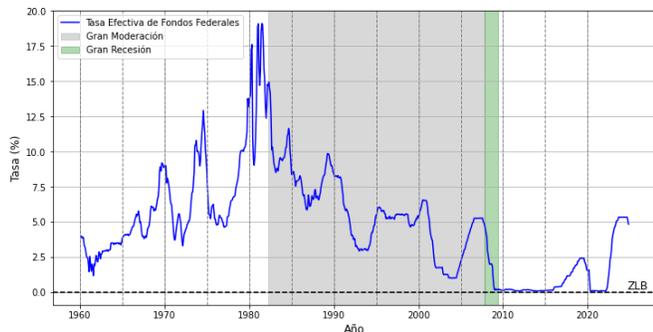


Fuente: Elaboración propia con datos de (FRED St. Louis, 2024)

¹ Analista de la Sección de Modelos Macroeconómicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala

² Se refiere al sistema económico y financiero internacional establecido en la “Conferencia de Bretton Woods”, en julio de 1944, donde los 44 países aliados buscaban un nuevo diseño para el marco económico global con el objetivo de promover la estabilidad tras la Segunda Guerra Mundial.

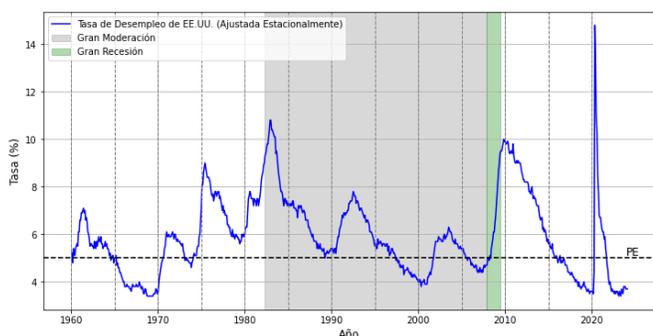
Gráfica 3: Tasa Efectiva de Fondos Federales: Promedio Mensual (1960-2024)



Fuente: Elaboración propia con datos de (FRED St. Louis, 2024)

En 2015, cuando la economía mostraba signos de recuperación sostenida (crecimiento económico mejorando y la tasa de inflación por debajo de la meta de la Fed; la tasa de desempleo llegando a niveles de "pleno empleo" (PE) alrededor del 5%, ver gráfico 4) la Fed comenzó a alejarse de las previas políticas anticíclicas y adoptar condiciones monetarias "más normales". El argumento principal fue que seguir manteniendo las tasas demasiado bajas, por mucho tiempo, podría conducir a distorsiones en los mercados financieros, endeudamiento excesivo, que generan riesgos para la estabilidad financiera a largo plazo. Un primer paso de este proceso de normalización fue el aumento de las tasas de interés, con el objetivo de evitar un posible sobrecalentamiento de la economía y recuperar espacio monetario, que requiere tener la habilidad de reducir la tasa de interés de política en una crisis posterior.

Gráfica 4: Tasa de Desempleo de EE. UU.: (ajustada estacionalmente, frecuencia mensual): Período 1960-2024



Fuente: Elaboración propia con datos de (FRED St. Louis, 2024)

3. Características de la situación económica actual

En 2024, la inflación convergió a niveles cercanos al 2.5% luego de experimentar tasas cercanas al 9% debido, entre otros factores, a disrupciones de las cadenas de suministro; la fuerte demanda de consumo provocada por los estímulos fiscales; y los problemas de suministro de energía. Para combatir esto, la Fed implementó una política monetaria restrictiva aumentando tasas de interés, una reducción de la hoja de balance (*Quantitative Tightening*), mantuvo una comunicación clara y frecuente con los mercados sobre su compromiso en el control de la inflación (*Forward Guidance*) y un enfoque en estabilidad de precios.

A medida que la inflación ha ido disminuyendo, la tasa de crecimiento ha empezado a aumentar. Según *The Economist*, en el segundo trimestre de 2024, el PIB real de la OECD (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico) creció un 1.8% en términos interanuales. Para el caso de EE. UU., el tercer trimestre de este año presentó un crecimiento interanual de 2.8%. Esto ha dado

la oportunidad de que los bancos centrales del mundo empiecen a disminuir sus tasas interés, como ya lo hizo la Fed. En junio de 2024, el Banco Central Europeo redujo por primera vez las tasas desde antes de la pandemia y a esto se suman los bancos centrales de Canadá y Chile, entre otros.

4. Estado actual de la política monetaria de las economías avanzadas

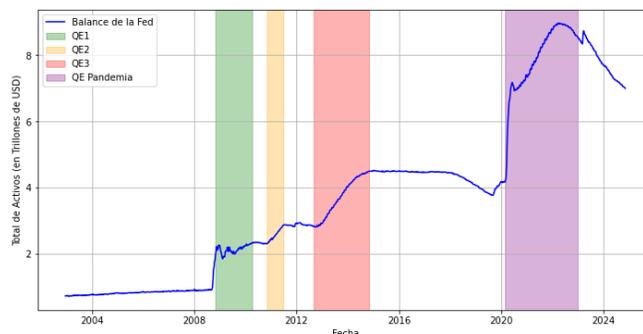
Se ha determinado que los sistemas financieros necesitan de regulaciones más estrictas para poder hacer frente a los riesgos sistémicos, con la implementación de medidas macroprudenciales (Claessens, 2014).

Con estas medidas, los bancos centrales disponen de más herramientas para prevenir los riesgos sistémicos y así mejorar la estabilidad financiera. Entre las principales herramientas de política macroprudencial están:

- Requerimientos de capital, tal como el *Countercyclical Capital Buffer (CCyB)*, introducido en Basilea III y cuyo objetivo es fortalecer la resistencia del sistema bancario, especialmente en períodos de exceso de crédito.
- Pruebas de estrés: la Fed realiza anualmente pruebas de estrés a los grandes bancos a través de *Comprehensive Capital Analysis and Review (CCAR)* y de *Dodd-Frank Act Stress Tests (DFAST)* con el objetivo de evaluar la solidez de los bancos ante escenarios adversos en las economías.
- Requerimientos de reservas: estos funcionan parecido a los respaldos de capital que regulan la estructura de la cartera de un banco.
- Límites de *Loan-To-Value* (relación préstamo-valor): específicamente para el sector inmobiliario, con el objetivo de establecer límites más estrictos para fortalecer el mercado.
- Requisitos de liquidez: los cuales obligan a las instituciones financieras a mantener activos líquidos (efectivo, bonos gubernamentales o valores altamente negociables) para cumplir con sus obligaciones de corto plazo.
- Reformas regulatorias: como la SIFI (*Systemically Important Financial Institutions*), lo que permite tener requerimientos de capital más estrictos.

Otra característica de la política monetaria actual es el uso de la hoja de balance de los bancos centrales, como la herramienta de expansión cuantitativa (QE) para estimular la economía a través de su programa de compra de activos de gran escala (LSAP), ya que compró bonos de largo plazo del gobierno y agencias, así como títulos respaldados por hipotecas (MBS). Durante años, la Fed ha implementado varios programas de QE, como se muestra en la gráfica 5.

Gráfica 5: Total de activos de la hoja de balance de la Fed y programas de QE. (No ajustada estacionalmente, frecuencia semanal - días miércoles): Período 2002-2024



Fuente: Elaboración propia con datos de (FRED St. Louis, 2024)

Sin embargo, antes que se implementara el QE durante el período de la pandemia del COVID-19, la Fed ya había iniciado la reducción de su hoja de balance mediante estrategias como el ajuste cuantitativo (QT) y la no reinversión de activos vencidos. La Fed en 2017 inició la reducción de su hoja de balance al dejar de reinvertir los pagos de los bonos que estaban vencidos (ver gráfico 5). Esta política también fue implementada por el Banco de Inglaterra, el Banco Central de Canadá y el Banco de Australia (CaixaBank Research, 2022).

Forward Guidance (orientación futura) es otra herramienta de política monetaria no convencional que la Fed utilizó después de la Crisis Financiera Global para incidir sobre las expectativas de los agentes económicos y estimular la economía. Durante la pandemia, la Fed utilizó el *Forward Guidance* haciendo explícito que mantendría las tasas cercanas a cero hasta que la economía se recuperara por completo.

Otra herramienta de política monetaria no convencional que han utilizado con mucha cautela algunos bancos centrales, es la tasa de interés nominal negativa. Específicamente la han utilizado el Banco Central Europeo y el Banco de Japón.

Las tasas de interés negativas significan que a las instituciones financieras se les cobra por tener sus excedentes de reservas en el banco central, con lo cual se busca incentivar a los bancos a que presten ese dinero.

5. Conclusiones

A lo largo de la historia, la política monetaria ha evolucionado, algunas veces para responder a determinadas crisis económicas y otras para adaptarse a cambios estructurales. Desde las herramientas tradicionales como las tasas de interés de corto plazo hasta políticas no convencionales como la flexibilización cuantitativa (QE), la orientación a futuro (*Forward Guidance*) y, en algunos casos, tasas de interés negativas, los bancos centrales han ampliado y adaptado su conjunto de herramientas para responder a desafíos complejos.

La Crisis Financiera Global de 2008 y la pandemia del COVID-19 fueron puntos críticos que impulsaron cambios en la implementación de nuevas herramientas, las cuales buscan estimular las economías y mantener la estabilidad financiera. Estas medidas permitieron reducir las tasas de largo plazo, influenciar las expectativas económicas y reactivar el crecimiento tras períodos de recesión profunda.

La crisis de 2008 subrayó la necesidad de elaborar e integrar políticas macroprudenciales con la política macroeconómica tradicional. La política macroprudencial se sustenta en requerimientos de capital, pruebas de estrés y reformas regulatorias. Estas medidas buscan mitigar los riesgos sistémicos y asegurar que los sistemas financieros sean más resilientes ante futuras crisis.

En el escenario actual, los bancos centrales han comenzado a reducir gradualmente las tasas de interés y normalizar las condiciones monetarias tras los altos niveles de inflación alcanzados. Sin embargo, la capacidad para ajustar la política monetaria sigue siendo fundamental ante posibles futuros *shocks* económicos o la necesidad de frenar una eventual recesión.

Los bancos centrales de economías avanzadas deben seguir manteniéndose dinámicos, ajustando y rediseñando sus herramientas, según las circunstancias económicas y financieras, dado que no existe una solución única para todos los escenarios. Debido a esto, las instituciones deben estar preparadas para adoptar enfoques innovadores cuando sea necesario, al tiempo que se aseguran de mantener la estabilidad económica y financiera del país.

6. Referencias

American Deposit Management (22 de diciembre de 2021). Obtenido de <https://americandeposits.com/insights/history-quantitative-easing-united-states/>

CaixaBank Research (26 de mayo de 2022). Obtenido de <https://www.caixabankresearch.com/es/economia-y-mercados/mercados-financieros/sobre-reduccion-del-balance-bancos-centrales>

Claessens, S. (diciembre de 2014). En *IMF Working Paper* (págs. 1–39).

Economist, T. (21 de septiembre de 2013). Obtenido de <https://www.economist.com/schools-brief/2013/09/21/controlling-interest>

FRED St. Louis (24 de 10 de 2024). Obtenido de <https://fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCSL>

Kuttner, K. N. (2018). Outside the Box: Unconventional Monetary Policy in the Great Recession and Beyond. *Journal of Economic Perspectives*, 121–146.

Reserva Federal (22 de 11 de 2013). Obtenido de <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-moderation>

The Economist (29 de agosto de 2024). Obtenido de <https://www.economist.com/finance-and-economics/2024/08/29/inflation-is-down-and-a-recession-is-unlikely-what-went-right>



Directorio

Director

Johny Gramajo Marroquín

Consejeros

Herberth Solórzano Somoza
William Ariel Cano Hernández

Coordinador

Guillermo Aníbal Carranza

Producción

Alejandra María Segura García

Edición de textos

Juan Francisco Sagúí Argueta
Olga María Gallegos Rodríguez

Arte y Diagramación

María Paulina Tercero González

Impresión

Taller Nacional de Grabados en Acero

Notas Monetarias es un órgano divulgativo de información económico-financiera actualizada, de periodicidad bimestral y distribución gratuita. De aparecer colaboraciones especiales, sus autores serán entera y exclusivamente responsables por sus opiniones y, por consiguiente, estas no reflejarían la posición oficial del Banco de Guatemala, a menos que ello se haga constar de modo expreso. Es libre la reproducción de los artículos, gráficas y cifras que figuren en esta publicación, siempre y cuando se mencione la fuente. Toda correspondencia deberá dirigirse a: Notas Monetarias del Banco de Guatemala, 7a. avenida, 22-01, zona 1, ciudad de Guatemala, Código Postal No. 01001.