

ANEXO

TIPO DE CAMBIO, TASAS DE INTERÉS Y OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO

A Aspectos generales

El sistema cambiario que rige en Guatemala, desde 1994, es de flotación. Este sistema implica que la oferta monetaria pasa a ser el “ancla nominal” de la política monetaria; es decir, que dicha variable es la que el banco central toma como exógena y le fija un valor congruente con la meta de inflación y con el crecimiento previsto de la actividad económica.

Lo anterior implica que el resto de variables macroeconómicas, incluyendo el tipo de cambio y las tasas de interés, deben ajustarse de acuerdo al comportamiento del mercado.

La elección de un sistema cambiario flexible, requiere que la política monetaria cumpla con la consecución de la estabilidad de precios mediante un manejo disciplinado y eficiente de la oferta de dinero.

En ese contexto, la fijación del tipo de cambio o de la tasa de interés y la determinación de la oferta monetaria son objetivos mutuamente excluyentes, ya que el tipo de cambio o la tasa de interés deben estar determinadas por el mercado, mientras que el control de la oferta monetaria es competencia del banco central.

De lo mencionado se deduce que la única forma en que el banco central puede influir en el tipo de cambio, en un sistema de flexibilidad, es a través de cambios en la oferta monetaria; sin embargo, en la práctica, el tratar de incidir sobre esos cambios implica que el banco central pierda el control sobre la oferta monetaria y, por ende, sobre la tasa de inflación.

Además, las modificaciones discrecionales de la oferta monetaria, para influir sobre el tipo de cambio pueden redundar en una pérdida de credibilidad de la política monetaria, lo que reduce ostensiblemente la eficiencia y eficacia de la misma.

La pérdida de credibilidad se deriva del incumplimiento de las metas de política monetaria que el banco central anuncia a los agentes económicos, aspecto que, en la literatura económica se conoce como “inconsistencia dinámica” de la política monetaria. Esta inconsistencia es perniciosa para la estabilidad macroeconómica

debido, fundamentalmente, a que afecta negativamente las expectativas de los agentes económicos y, por lo tanto, los puede inducir a tomar decisiones erróneas en materia de consumo, ahorro e inversión. Por esa razón, el tipo de cambio debe variar constantemente, tanto al alza como a la baja, para eliminar los desequilibrios que se presentan en el mercado cambiario. Dichas variaciones permiten que el banco central modere el nivel de oferta monetaria, congruente con la tasa de inflación y con el crecimiento real de la actividad económica.

Sin embargo, conviene indicar que la variabilidad en el tipo de cambio genera la permanencia del riesgo cambiario, el cual debe ser eliminado a través de transacciones en el mercado a futuros, y no con la participación del banco central en el mercado cambiario, ya que esto puede significar, como se mencionó, la pérdida del control sobre la oferta monetaria y, por consiguiente, el inicio de presiones sobre el nivel de precios.

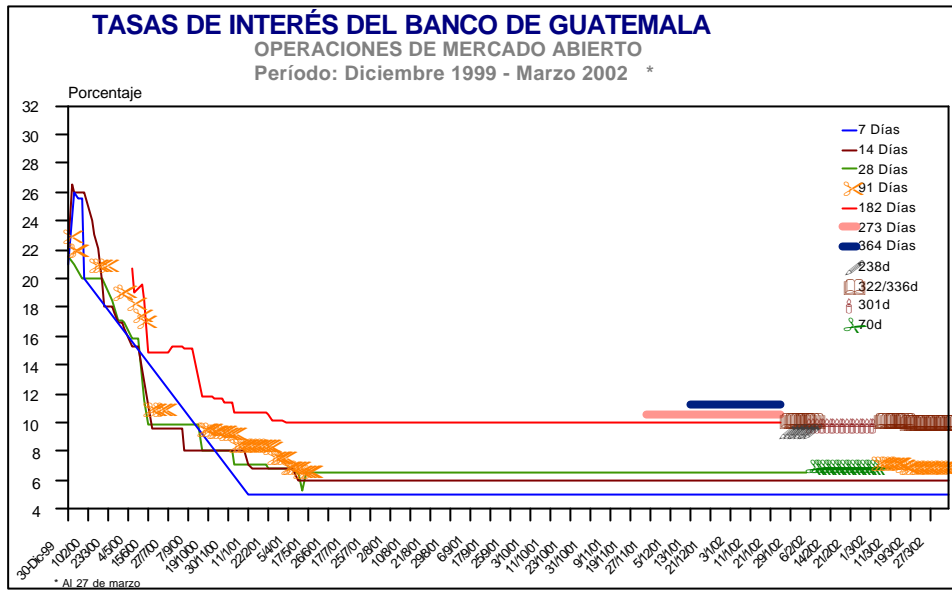
B. Las tasas de interés se han reducido en los últimos dos años

Las tasas de interés de operaciones de mercado abierto, activas y pasivas del sistema bancario (nominales y reales) y las de paridad han experimentado una disminución en los dos últimos años, la cual ha sido gradual, pero sostenida, ya que no ha estado basada en una expansión monetaria sino que en una recuperación de la confianza y en la estabilidad mediante la aplicación de una política monetaria disciplinada. A continuación se comenta cada una de ellas.

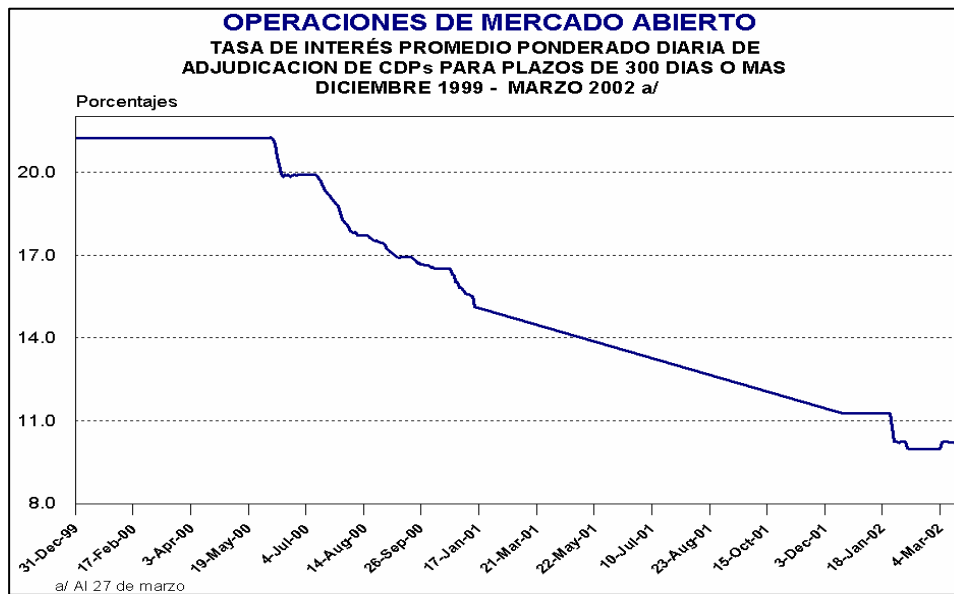
1. Tasas de Operaciones de Mercado Abierto -OMAs -

i. Tasas nominales

Las tasas nominales de operaciones de mercado abierto han disminuido considerablemente en los dos últimos años. En efecto, de diciembre de 1999 a marzo de 2002, todas las tasas de interés para los distintos plazos de colocación presentan disminuciones. Como puede apreciarse en la gráfica.



Otro aspecto que merece destacarse, es el hecho de que las tasas de OMAs para plazos de 300 días o más (plazos de 301 días, 322 días, 336 días y 364 días) han experimentado también una importante reducción, lo que evidencia un cambio en la estructura de tasas de interés y una confianza renovada de los agentes económicos respecto de los instrumentos financieros de plazos mayores.



En congruencia con el comportamiento de las tasas de interés de operaciones de mercado abierto, antes mencionado, la tasa de interés promedio ponderado del total de operaciones de mercado abierto también ha mostrado una tendencia bastante acentuada a la baja como se puede apreciar en la siguiente gráfica.



Merece la pena resaltar el hecho de que la reducción de las tasas de interés para las OMA ha ocurrido en un ambiente en el que la política monetaria ha sido disciplinada, aspecto que ha permitido adecuar los niveles de liquidez en función del programa monetario vigente.

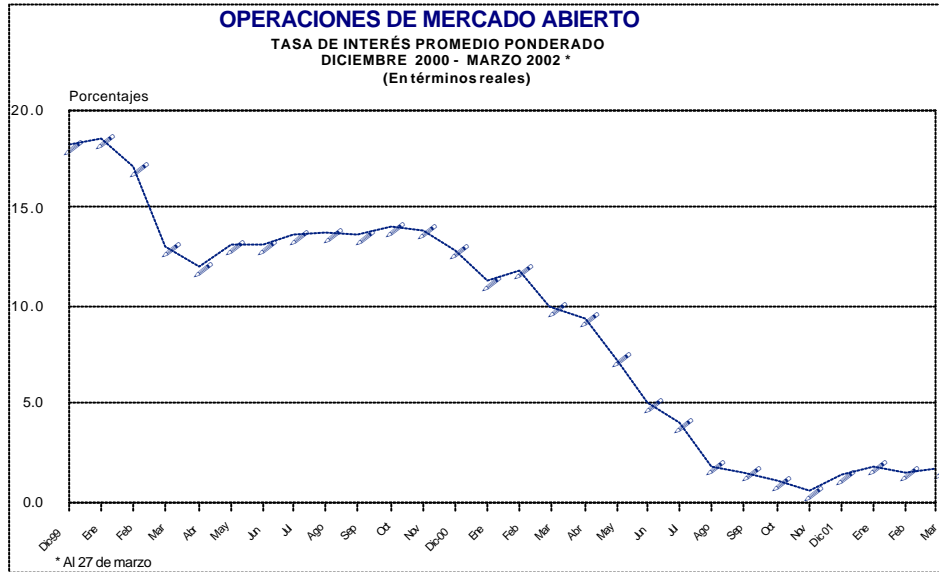
ii. Tasas reales

En el comportamiento de las tasas de interés en términos reales¹⁵ influyen dos factores. El primero, se refiere al comportamiento de la tasa de interés nominal. El segundo, es el comportamiento de la tasa de inflación. Con esa base, la reducción en la tasa de interés nominal de las operaciones de mercado abierto, ocasiona una disminución en la tasa de interés real de dichas operaciones; en cambio,

¹⁵ Entendida como la aproximación convencional a la regla de Fischer que deduce de la tasa nominal el valor de la inflación (tasa real = tasa nominal – inflación).

la reducción en tasa de inflación propicia un incremento en la tasa de interés real de las OMA.

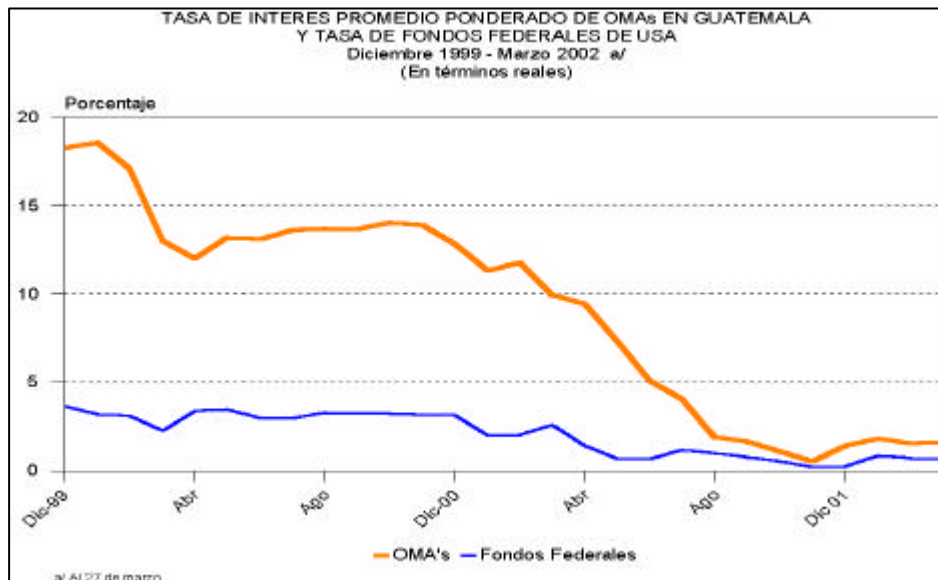
De diciembre de 1999 a marzo de 2002, la tasa de interés promedio ponderado de las OMA, en términos reales se redujo significativamente, al pasar de 18.26% a 1.66%, respectivamente.



iii. Tasas de interés real de las OMA vs tasa de interés real de fondos federales de EE.UU.

Al comparar la tasa de OMA con la tasa de fondos federales de EE.UU., en términos reales, se observa que la tasa de OMA ha disminuido más que proporcionalmente, respecto de la tasa de fondos federales de EE.UU., al igual que ocurrió con las tasas nominales.

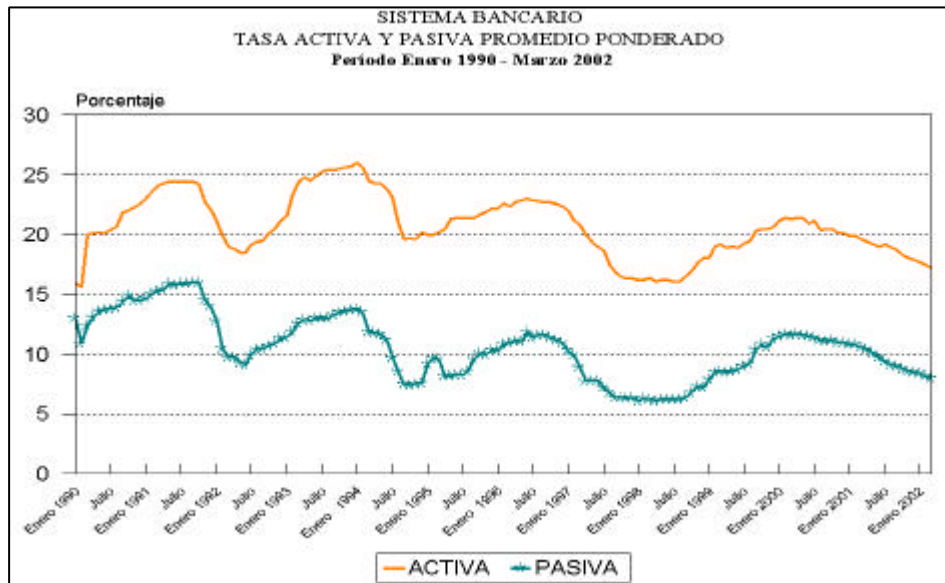
En efecto, de diciembre de 1999 a marzo de 2002, la tasa de interés real de las OMA's se redujo 16.6 puntos porcentuales, en tanto que, la tasa de fondos federales de EE.UU. experimentó una disminución de 3.03 puntos porcentuales.



2. Tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado en el sistema bancario

i. Tasas nominales

Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado en el sistema bancario, han presentado una tendencia hacia la baja en los dos últimos años. En efecto, de diciembre de 1999 a marzo de 2002 las tasas de interés activas y pasivas pasaron de 20.6% y 11.3% a 17.2% y 8.01%, respectivamente. Es oportuno indicar que ambas tasas se ubican en los niveles más bajos observados desde el primer trimestre de 1992, con excepción de las tasas observadas en el periodo de expansión monetaria de 1997-1998.

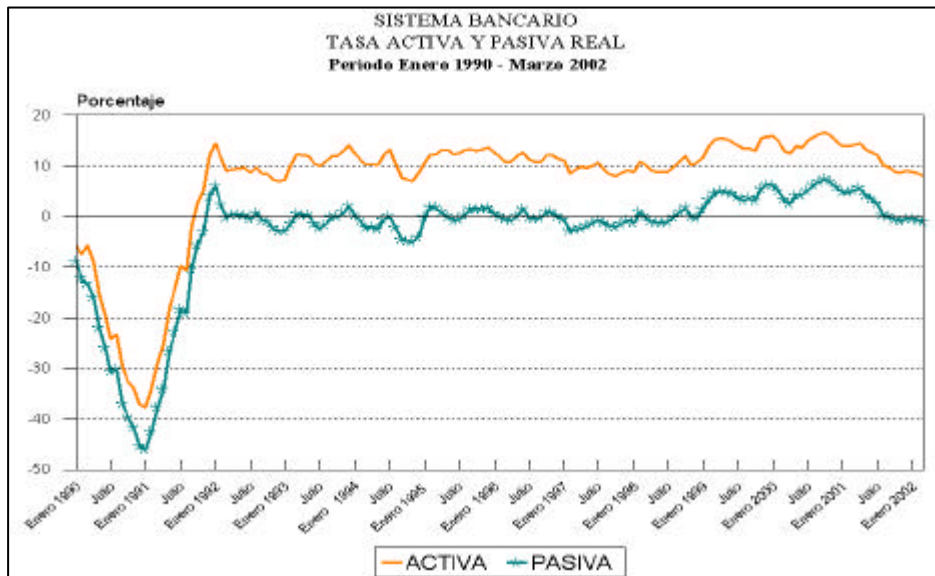


ii. Tasas reales

Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario, en términos reales, también han experimentado una reducción. Como se mencionó anteriormente, en el comportamiento de las tasas en términos reales influyen, tanto el comportamiento de la tasa de interés nominal, como la evolución de la tasa de inflación. Derivado de ello, como se analiza más adelante, es importante que para mantener niveles razonables de intermediación financiera, las tasas de interés se mantengan positivas en términos reales.

Por el lado de la tasa activa, ésta ha descendido notablemente, ubicándose a marzo de 2002, en valores positivos cercanos al 8%. Conviene indicar que, la experiencia internacional sugiere que los países que han mostrado tasas activas reales negativas han mostrado una contracción severa en el crédito al sector privado con los consiguiente efectos negativos sobre la actividad económica.

Por su parte, la tasa pasiva también ha exhibido un notable descenso llegando, incluso, a ser negativa en el primer trimestre de 2002 (-1.12% al 27 de marzo). Cabe advertir que una mayor disminución en la tasa pasiva real, con el nivel actual de inflación, puede provocar que el nivel de captaciones en el sistema bancario disminuya, sobre todo si se toma en cuenta que los agentes económicos formulan sus decisiones de ahorro y consumo considerando, entre otros aspectos, la tasa de interés real.

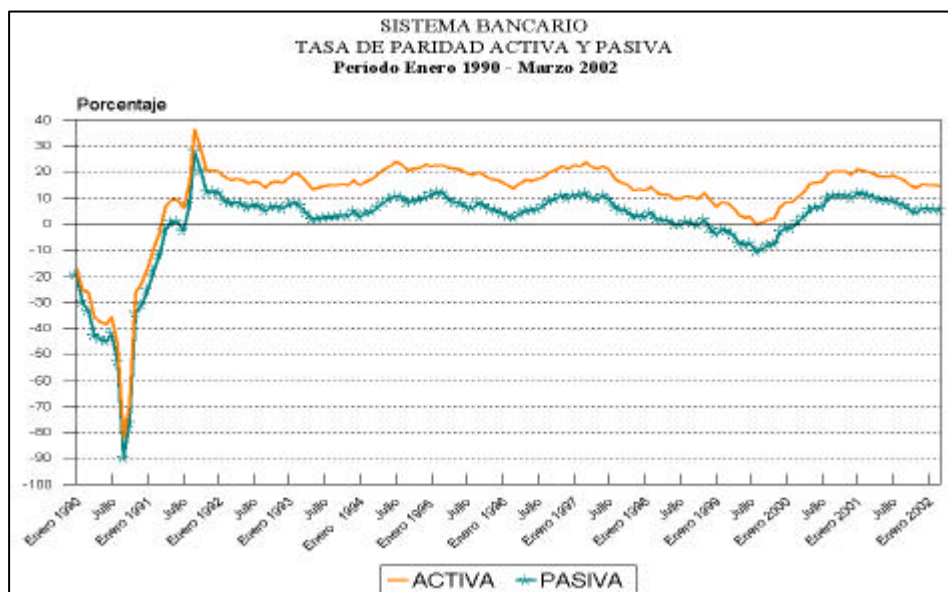


Como puede observarse, un clima de tasas de interés positivas en el sistema bancario fomentará el fortalecimiento del sistema bancario y mantendrá la actividad económica estable, al crear las condiciones necesarias para un incremento en el ahorro interno y, consiguientemente en la disponibilidad de crédito para el sector privado.

Tomando en consideración que las tasas de interés bancario en Guatemala desde 1989 son determinadas por el mercado, la mejor forma de mantenerlas positivas en términos reales es a través de una reducción en la inflación, lo cual conlleva la vigencia de políticas monetaria y fiscal disciplinadas.

iii. De paridad

Las tasas de interés de paridad en el sistema bancario, tanto activas como pasivas, han disminuido considerablemente en lo que va del año, derivado, como se mencionó anteriormente, de una mayor disminución en las tasas nominales. Debido a que la tasa de paridad considera el efecto de la variación del tipo de cambio, una mayor depreciación en tipo de cambio tiende a reducirla; en cambio, una menor depreciación tiende a aumentarla.

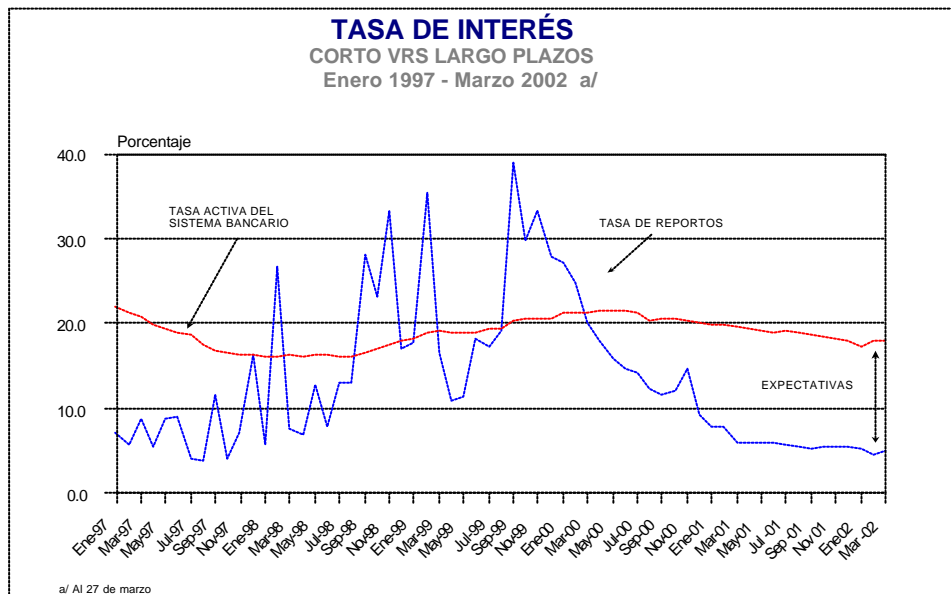


En este apartado se aprecia que el conjunto de tasas de interés que opera en el mercado de dinero y en el mercado bancario han experimentado, sin excepción alguna, una disminución importante; no obstante, conviene advertir que la referida reducción para que sea sostenible requiere de la consolidación fiscal y de la modernización del sistema financiero.

C. La reducción sostenible en las tasas de interés implica la consolidación fiscal y la modernización del sistema financiero

A veces en la opinión pública existe cierta tendencia a confundir el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo con las tasas de interés de largo plazo. En la práctica, las tasas de largo plazo no necesariamente siguen el comportamiento de las de corto plazo y, cuando lo hacen, es con un rezago muy grande.

Como puede apreciarse en el periodo final de la gráfica (marzo 2001-marzo de 2002), la tasa de interés de corto plazo (reportos) se ubica en niveles cercanos al 5%, el que pareciera ser un nivel tolerablemente bajo dadas las condiciones económicas vigentes.



En contraste, las tasas de largo plazo (las activas del sistema bancario) han estado desde hace meses en alrededor del 18%, lo que implica una brecha de alrededor de 10 puntos porcentuales más arriba que las de corto plazo. La brecha entre las tasas de largo y las de corto plazo, de acuerdo con la teoría económica moderna, es un claro reflejo de que existen expectativas de inflación o de devaluación. Esas expectativas se traducen en que exista una prima que se paga sobre las tasas de

largo plazo por una simple razón: los prestamistas de dinero de largo plazo tienen la expectativa de que existen vulnerabilidades macroeconómicas (como una situación fiscal insostenible o un sector externo débil) que podrían derivar en desequilibrios cambiarios y financieros en el futuro. Y existen buenas razones para que los agentes económicos puedan tener tales expectativas, dados los resultados que en el pasado reciente han dado las políticas fiscal y monetaria expansionistas. Por ello, los prestamistas pueden estar demandando una prima por la expectativa de nueva inflación o depreciación cambiaria, que les hace pensar que los quetzales invertidos hoy corran el riesgo de valer menos en el futuro.

La tasa de interés de largo plazo está determinada, principalmente, por los siguientes factores: a) la inflación esperada (prima de inflación); b) el riesgo-país (prima de riesgo); c) las condiciones del ciclo económico (la demanda y oferta de crédito tienden a variar de acuerdo al ciclo económico); y, d) la coherencia de políticas de demanda agregada (política monetaria), pues el banco central puede afectar con algún rezago la oferta, aunque no la demanda de crédito mediante su influencia en las reservas bancarias, y política fiscal, pues el superávit fiscal es un aumento en el ahorro y, por ende, en la oferta de crédito.

Una reducción sostenible de las tasas de interés debería basarse en medidas que permitan eficientizar los mecanismos de determinación de dichas tasas. A manera de ejemplo, entre esas medidas podemos mencionar: la reducción sostenida de la inflación (que permita reducir la prima inflacionaria); el fomento a la cultura de ahorro (que permita aumentar la oferta de crédito); la disminución del factor riesgo-país (que es parte de la prima que los instrumentos de ahorro nacionales deben reconocer para estimular el ahorro), esto se logra en el mediano plazo mediante la estabilidad económica y política); y, el fomento de una intermediación financiera sana y eficiente (basada en un adecuado marco regulatorio y de competencia del sistema bancario).

Adicionalmente, la política fiscal se constituye en un apoyo a la política monetaria, ya que con un resultado equilibrado, el gobierno no presiona variables macroeconómicas importantes tales como tasa de interés, tipo de cambio e inflación. Si el gobierno tiene un déficit alto y sostenido afectará dichas variables desestabilizándolas y perturbando los objetivos de la política monetaria; la forma en que estas variables serán afectadas dependerá de cómo el gobierno financie su déficit.

Si el gobierno financia su déficit con sus depósitos constituidos en el banco central, se da una emisión de dinero primario, la cual afecta la oferta monetaria. Al aumentar dicha oferta, permaneciendo la demanda de dinero constante, se genera una caída en las tasas de interés de corto plazo generando volatilidad en las mismas. Al mismo tiempo, se provocan presiones sobre los precios desestabilizando la variable inflación; la mayor cantidad de moneda doméstica en la economía, permaneciendo la oferta de divisas constante, propicia la depreciación de la moneda local, con lo cual también se desestabiliza el tipo de cambio, reflejando el déficit resultante en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Por su parte, si el déficit fiscal se financia con títulos de deuda interna, se incrementa la demanda de recursos prestables, lo cual puede inducir al alza la tasa de interés desestabilizando esta variable y, a la vez, generando un “*crowding-out*” de la inversión privada. Por último, si el gobierno se financia con recursos externos afectará la balanza de pagos, profundizando el déficit en la cuenta corriente de la misma.

Derivado de lo anterior, aunque la intención de contar con tasas de interés bajas que permitan un aumento de la inversión productiva debe ser un objetivo de la política económica, no debe perderse de vista que dicha reducción, si no es sostenible y consistente con los fundamentos macroeconómicos, puede resultar nociva tanto para los ahorrantes, como para la economía como un todo.

D. Una reducción del saldo de OMAs puede tener graves efectos desestabilizantes

1. Dejar de utilizar OMAs, es salirse del programa monetario

En los últimos años, las operaciones de mercado abierto se han convertido en el principal instrumento de regulación monetaria utilizado por el Banco de Guatemala para controlar los excedentes de liquidez de la economía. En efecto, en la política monetaria para 2002 se establece que, congruente con los instrumentos de regulación monetaria en un ambiente de condiciones de mercado, las operaciones de mercado abierto continuarán siendo el instrumento privilegiado para el control de la oferta monetaria, ya que es el instrumento que menores distorsiones introduce a la economía, permitiendo cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios internos.

Por otra parte, en la actualidad la mayoría de los bancos centrales modernos han visto las ventajas que ofrece la utilización de las operaciones de mercado abierto como instrumento para moderar el nivel de liquidez, en contraste con las limitantes y efectos colaterales no deseados (distorsiones en el mercado de dinero y en la intermediación financiera) que implican el uso de instrumentos directos de control monetario.

Cabe indicar que la operatividad de las operaciones de mercado abierto, es decir, si son expansivas o contractivas, así como la magnitud de las mismas depende de los factores monetizantes y desmonetizantes que incorpore el programa monetario que anualmente el banco central establece para regular la oferta monetaria, en función de la meta de inflación y del crecimiento esperado de la actividad económica. En este sentido, las operaciones de mercado abierto se constituyen en la variable de ajuste del programa monetario que compensa las deficiencias o los excesos de liquidez en la economía. Asimismo, si los factores monetizantes y desmonetizantes antes comentados, se comportan conforme a lo programado, la evolución de las operaciones de mercado abierto seguirá un comportamiento normal, también conforme a lo programado¹⁶, no obstante ello, las desviaciones de dichos factores, así como factores exógenos internos y externos, condicionan el manejo de las mismas.

De acuerdo a lo anterior, pretender reducir los niveles de OMAs, sin tomar en cuenta el comportamiento de los factores que inyectan o contraen liquidez, implicaría desviarse de lo establecido en el programa monetario, lo que induce a que existan niveles de liquidez no acordes a lo demandado por el aparato productivo que puedan implicar presiones innecesarias en los principales precios macroeconómicos (tasa de interés, tipo de cambio y tasa de inflación).

2. Razones para la utilización de operaciones de mercado abierto por parte del banco central

El uso de las operaciones de mercado abierto se ha debido a la necesidad de garantizar la estabilidad macroeconómica del país por las presiones observadas en el tipo de cambio, la tasa de interés del mercado de dinero de corto

¹⁶ En la Política Monetaria de 2002 se establece que el manejo de las operaciones de mercado abierto se hará en función de los vencimientos de las mismas, así como de la estacionalidad que históricamente ha caracterizado a la emisión monetaria.

plazo, la balanza de pagos y la liquidez de los bancos del sistema, luego del relajamiento de las políticas fiscal y monetaria observado en 1998 y 1999, lo que se materializó en una reducción de los depósitos del gobierno en el Banco de Guatemala y en una inyección de liquidez al sistema bancario vía reducción de la reserva bancaria.

Concretamente, el nivel de operaciones de mercado abierto de 2000, 2001 y 2002, obedece, entre otras razones, a las siguientes:

a) En el período 1998-1999, la reducción de la tasa de inversión obligatoria significó una monetización de Q2,098.4 millones.

b) En 2000, como resultado del retorno de capitales, el Banco de Guatemala participó en el SINEDI comprando divisas por un monto de alrededor de US\$483.0 millones (equivalente a Q3,767.0 millones) lo que requirió participar en el mercado de dinero mediante operaciones de mercado abierto para neutralizar esos quetzales.

c) En 2001, a fin de salvaguardar los intereses de los depositantes y la estabilidad del sistema bancario, la Junta Monetaria resolvió intervenir administrativamente tres bancos del sistema, en virtud de que tales entidades presentaban serios problemas financieros e incurrían en graves irregularidades administrativas. Una vez adoptada la decisión de intervenir, la Junta Monetaria resolvió conceder una línea de crédito contingente con recursos internos del Banco de Guatemala a cada una de las instituciones intervenidas.

d) En 2002, el programa monetario tenía previsto que en el primer trimestre la economía tendría un excedente de liquidez de Q808.0 millones, monto que el Banco de Guatemala neutralizaría por medio de operaciones de mercado abierto. Sin embargo, al finalizar el primer trimestre, las OMA registraron un aumento de Q1,042.0 millones con el propósito de mantener el objetivo de la política monetaria, derivado de un menor nivel de depósitos por parte del sector público respecto de lo programado.

3. Expansión monetaria y *boom* del crédito: la experiencia en el periodo 1997-1999

A partir de octubre de 1996¹⁷ el Banco de Guatemala redujo substancialmente su participación en el mercado de dinero mediante la suspensión de las operaciones de mercado abierto, bajo la premisa de que con ello se reduciría la tasa de interés y se incentivaría la demanda de crédito de los agentes económicos para fines productivos. Dentro de ese contexto, se esperaba el apoyo de la política fiscal a la monetaria, en el sentido de que el gobierno aumentaría sus depósitos en el banco central, lo cual, ante un escenario optimista en materia fiscal (que preveía la materialización del proceso de privatización de activos del Estado y cierta recapitalización del banco central y pago de deuda interna), haría plausible un relajamiento monetario. En consecuencia, las operaciones de mercado abierto y la inversión obligatoria se redujeron tanto en sus saldos como con relación al producto interno bruto¹⁸, lo que implicó un importante traslado neto de recursos del banco central hacia el sector privado.

Como resultado de lo anterior, las tasas de interés registraron una rápida caída y mostraron diferenciales respecto a las tasas de interés vigentes en otros países, los que se tradujeron en una pérdida de competitividad de los activos financieros domésticos, coadyuvando a salidas de capital que generaron presiones sobre el tipo de cambio del quetzal en detrimento de las inversiones en moneda nacional.

Asimismo, la política indicada propició que en 1998 el crédito al sector privado mostrara un comportamiento expansivo, que se tradujo en un aumento de las importaciones de bienes y servicios, induciendo una mayor demanda de divisas y, por ende, presionando el mercado cambiario.

Es importante señalar que, en un contexto de fuerte expansión del crédito, se relajan los parámetros para la asignación del mismo, lo cual, eventualmente, repercute sobre la calidad de las carteras. Con el *boom* crediticio se

¹⁷ Para una mayor ampliación, ver CT-2/99: Evaluación Macroeconómica 1999.

¹⁸ Al 2 de diciembre de 1999 las OMAS y la reserva bancaria representaban con relación al PIB alrededor de 2.1% y 2.7%, respectivamente, en tanto que a finales de 1996 alcanzaban 4.7% y 5.6%, respectivamente.

genera un problema de deuda del sector privado para con el sistema bancario generándose a su vez un problema patrimonial para las empresas que, eventualmente, se traslada a los bancos en forma de un aumento en su cartera vencida, lo que se agrava cuando el marco regulatorio no es el más apropiado. Es por esta razón que los *booms* de crédito no sólo son efímeros, sino que debilitan al propio sistema financiero, tal como fue la experiencia en Latinoamérica en la década pasada.