

La Situación Macroeconómica en Guatemala:  
Evaluación y Recomendaciones sobre  
Política Monetaria y Cambiaria

**Por**

**Sebastián Edwards**  
**Professor of International Economics**  
**University of California, Los Angeles**

**31 de julio de 2000**

## RESUMEN EJECUTIVO

El objetivo de este Memorándum es resumir los resultados de un análisis sobre la situación macroeconómica de Guatemala. En el documento se presenta una evaluación de la situación actual, y se hacen recomendaciones específicas sobre las políticas monetaria y cambiaria. Si bien el documento aborda algunos de los aspectos centrales de la política fiscal – incluyendo, especialmente, su inserción en el marco de política macroeconómica como un todo --, su énfasis se centra en las políticas monetaria y cambiaria.

Durante 1999 Guatemala sufrió una crisis macroeconómica de cierta envergadura, caracterizada por: (a) Tasas de interés elevadas y altamente volátiles; (b) Una pérdida de reservas internacionales importante. El nivel de reservas en relación a importaciones – una medida tradicional, pero que cuenta con algunas limitaciones – llegó a un mínimo de 2.5 meses en octubre de 1999; (c) Una depreciación del quetzal en más de 13% durante el año 1999. Y (d), una caída en los flujos de recursos externos en relación a los montos inicialmente esperados.

A partir de enero de este año, la situación de desequilibrio macroeconómico ha mostrado una marcada mejoría: las reservas internacionales han crecido situándose alrededor de US\$ 1,700 millones, el tipo de cambio se ha estabilizado a un nivel centrado en 7.75 quetzales por dólar, y las tasas de interés han comenzado a disminuir. Este ha sido, especialmente, el caso de las tasas de corto plazo. El cambio observado en la situación macroeconómica ha tenido diversas causas, incluyendo la no utilización de la ampliación presupuestaria en 1999 y las medidas de ajuste introducidas por la nueva Junta Monetaria en el presente año.

La economía guatemalteca se encuentra hoy en día en un punto de inflexión. Habiendo detenido una crisis incipiente durante los últimos seis meses, el desafío es ahora doble. Por un lado, consolidar los logros obtenidos durante la primera mitad de este año, y por el otro, avanzar a una próxima etapa en el proceso de manejo macroeconómico, caracterizada por una aceleración de la tasa de crecimiento. Este desafío requerirá implementar importantes cambios en las políticas seguidas hasta ahora.

El presente documento está organizado de lo general a lo particular: La Sección I es la introducción, y presenta un bosquejo sobre la situación económica a fines de 1999. La Sección II está dedicada al *mix* de política macro y a las fuentes de crecimiento en Guatemala. La Sección III se centra en las características de la política monetaria durante el primer semestre de 2000. Lo hace desde la perspectiva de lo que se ha dado por llamar “*la imposibilidad de la Santísima Trinidad.*” Las próximas dos Secciones tratan sobre aspectos operativos de la política monetaria en Guatemala. La sección IV discute las innovaciones introducidas por el Banguat en febrero del 2000, mientras que la Sección V discute el comportamiento de las tasas de interés, y propone nuevos procedimientos

operacionales específicos para la conducción de la política monetaria en Guatemala. En la Sección VI se discuten aspectos de la política cambiaria, y se argumenta que en estos momentos Guatemala no está en condiciones de implementar un sistema “*super-fijo*” – eso es caja de conversión o dolarización. Se argumenta que, por el contrario, Guatemala debiera moverse hacia una mayor transparencia, claridad y flexibilización cambiaria. Al respecto, en la sección VI se hace una propuesta específica de política cambiaria que movería a Guatemala en esa dirección. Esta propuesta es innovativa y única, y posiblemente genere algunas controversias. Sin embargo, un análisis técnico de la misma indica que ella representaría una clara mejoría en relación a la política actualmente implementada en el país. La Sección VII contiene las conclusiones. En cada una de las secciones se presenta una evaluación de los procedimientos actuales de política y se proponen acciones concretas. Los fundamentos técnicos y estadísticos del estudio se presentan en una serie de apéndices.

En este Resumen Ejecutivo se presentan las principales conclusiones del estudio en forma esquemática. Con respecto a cada uno de los acápite se presenta un diagnóstico, se presentan las consecuencias posibles de mantener el curso actual, y se resumen las principales recomendaciones del estudio. Cada uno de los puntos aquí presentados es desarrollado en detalle en el informe propiamente tal.

## **POLITICAS MACROECONOMICAS EN GUATEMALA**

### ***Diagnóstico***

- “Mix” de política macroeconómica es claramente inadecuado, siendo caracterizado por política fiscal expansiva y monetaria restrictiva.
- En términos potenciales, la magnitud del desequilibrio es mayor, debido al alto costo potencial de resolver crisis bancaria.

### ***Consecuencias Posibles de Mantenerse el Curso Actual***

- El proceso de baja de tasas de interés se verá limitado; las mismas volverán a aumentar y se mantendrán elevadas.
- Desaceleración de la tasa de crecimiento de la economía, manteniendo al país entre los de menor crecimiento en la región.
- Posibles desbordes del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en un periodo de 18 meses.

### ***Recomendaciones de Política***

- ❑ Alterar urgentemente el “mix” de política macroeconómica.
- ❑ Implementar una política fiscal equilibrada, llegando a un déficit menor al 1% del PIB -- y ojalá en torno al 0.5% del PIB -- en un lapso de dos años.
- ❑ Sujeto a lo anterior, permitir una política monetaria más desahogada, implementada a través de los nuevos procedimientos.

## **POLITICA FISCAL**

### ***Diagnóstico***

- ❑ Déficit a un nivel no-sostenible.
- ❑ Verdadero déficit subestimado, debido a no inclusión de cambio en pasivos contingentes del sector público.
- ❑ Sistema impositivo con serias deficiencias de diseño; impuestos que distorsionan a la actividad económica.

### ***Consecuencias Posibles de Mantenerse el Curso Actual***

- ❑ Tasas de interés continuarán siendo elevadas, ya que la política fiscal estará “*crowding out*” al sector privado.
- ❑ Deuda pública aumentando a un ritmo peligroso, pudiendo incluso llegar a límites en un período no muy largo. Esto es, de por sí, bastante serio, especialmente si se considera que actualmente el nivel de deuda pública en Guatemala es relativamente bajo.
- ❑ Desequilibrio externo creciente en el mediano plazo, con las consecuentes presiones cambiarias y sobre las reservas internacionales.
- ❑ Volatilidad cambiaria generada por expectativas inestables y mayores tasas de interés.

### ***Recomendaciones de Política***

- ❑ Enfrentar crisis bancaria a la brevedad, para evitar mayores incertidumbres sobre la evolución de los pasivos contingentes del sector público. Esta medida, de gran

urgencia, tiene adicionales efectos positivos, incluyendo permitir un mayor ritmo de actividad económica.

- ❑ Implementar, sin retrasarse, las medidas recomendadas por la comisión técnica del Pacto Fiscal.
- ❑ Aumentar la tasa del IVA de acuerdo a lo recomendado por dicha Comisión Técnica.
- ❑ Eliminar gran número de exenciones fiscales, tal como ha sido recomendado por una serie de estudios técnicos en los últimos años.
- ❑ Reducir, como se mencionó, el déficit del gobierno central a un rango de 0.5 - 1.0% del PIB en dos años, a través de reducciones.

## **POLITICAS MONETARIA/CAMBIARIA A NIVEL GENERAL**

### ***Diagnóstico***

- ❑ Esquema de política monetaria/cambiaria sujeta a “imposibilidad de la Santísima Trinidad,” lo que genera un desequilibrio recurrente en el mediano y largo plazo. Esta “imposibilidad” se presenta cuando la autoridad desea simultáneamente mantener la siguiente situación: (a) Movilidad internacional de capitales; (b) una política monetaria activa e independiente; y (c) un tipo de cambio *de facto* rígido.
- ❑ Situación de “imposibilidad” ha resultado en altas (aunque decrecientes) tasas de interés.
- ❑ En los últimos meses esta situación ha sido causante de un proceso de desintermediación bancaria.
- ❑ Como consecuencia de este cuadro el Banguat ha debido esterilizar los flujos de capitales, generando un ritmo de emisión de OMAs a una tasa no sostenible.

### ***Consecuencias Posibles de Mantenerse el Curso Actual***

- ❑ Continuación de los ciclos de inestabilidad macroeconómica – y especialmente de tasas de interés – que han afectado a Guatemala durante los últimos años.
- ❑ Un stock de OMAs elevándose por encima de su nivel recomendable, tanto desde le punto de vista del Banguat como del punto de vista del país.

- Desaceleración de la actividad económica en el corto plazo.
- Aumento de tasas de interés hacia fines del año. Este proceso se vería acompañado de presiones cambiarias y pérdidas de reservas.

### ***Recomendaciones de Política***

- Resolver la inconsistencia creada por la actual situación de “imposibilidad.” Ello requiere que la autoridad reconozca que con movilidad de capitales, sólo puede lograr uno de los otros dos objetivos: o un tipo de cambio rígido, o una política monetaria activa.
- Mantener actual normativa de movimiento de capitales.
- Retener una política monetaria activa e independiente, pero sujeta a importantes reformas (ver más abajo).
- Flexibilizar la política cambiaria, permitiendo una fluctuación muy superior del valor del quetzal (ver el resto de este Resumen Ejecutivo para una síntesis de la propuesta específica).

## **POLITICA MONETARIA**

### ***Diagnóstico***

- Modificaciones a la conducción de la política monetaria recientemente introducidas por el Banguat son adecuadas, ya que representan el comienzo de un proceso de modernización con amplias y muy positivas perspectivas.
- A pesar de modificaciones, y de la modernización en curso, la emisión continúa teniendo un rol preponderante – como meta intermedia – en la conducción de la política monetaria.
- En Guatemala el multiplicador bancario es altamente inestable – de hecho más inestable que en la mayoría de los países latinoamericanos – lo que dificulta una política monetaria basada en la “programación financiera.”
- La desintermediación bancaria es en parte responsable de las altas tasas de interés.
- La desintermediación, a su vez, tiene causas varias, incluyendo esterilización de inlfujos de capitales por medio de emisión masiva de OMAs, y por debilidades en el sector corporativo, lo que lo hace más riesgoso como sujeto de crédito.

- La actual modalidad utilizada por el Banguat para el cómputo de los encajes bancarios es inadecuada, y contribuye a la inestabilidad de tasas de interés.
- La actual política de OMAs, centrada en más de una madurez, genera tensión en la curva de rendimientos al pretender influir más de una tasa.

### ***Consecuencias Posibles de Mantenerse el Curso Actual***

- Se mantendrá una situación de tasas de interés altas e inestables.
- En el futuro inmediato es de esperar una situación donde períodos de estrechez de liquidez, seguidos por abundancia. Es posible predecir pérdidas importantes de reservas internacionales en los próximos 8 a 10 meses.
- La permanencia de esta situación se traducirá en crecientes pérdidas del Banguat.
- Actividad especuladora creciente para aprovechar tensión de la curva de rendimientos.

### ***Recomendaciones de Política***

- Continuar con el proceso de modernización de la conducción de política monetaria, iniciado por la Junta Monetaria y el Banguat en los últimos meses.
- Dar pasos siguientes para tener plenamente en operaciones un sistema de “inflation targeting” en 12 a 15 meses.
- Desincentivar el uso de la emisión como meta intermedia en la conducción de la política monetaria.
- En la transición a un “inflation targeting” completo seguir un sistema de dos pilares – la meta inflacionaria y un corredor monetario -- similar al del Banco Central Europeo.
- Utilizar la tasa de interés de corto plazo (28 días) como instrumento de política monetaria; esto, naturalmente, implica terminar con la práctica actual de operaciones de mercado abierto con títulos de diversas madureces.
- Utilizar un sistema de reportos a muy corto plazo con tasas por encima de la tasa interbancaria para proporcionar liquidez.

- ❑ Participar en el mercado de OMAs de plazos distintos a 28 días sólo para profundizar el mercado; de ninguna manera determinar directamente las tasas de estos plazos. La curva de rendimientos debe estar determinada por el mercado.
- ❑ Modificar el método de cálculo para el encaje, a modo de evitar la volatilidad que hoy día genera.
- ❑ Implementar los estudios técnicos requeridos para que el sistema de “inflation targeting” funcione con un máximo de eficiencia.
- ❑ Capacitar al staff del Banguat para que el proceso de modernización de conducción de políticas pueda continuar adecuadamente.

## **POLITICA CAMBIARIA**

### ***Diagnóstico***

- ❑ Sistema actual de “flotación administrada” es en la práctica un sistema de mucha “administración” y poca “flotación.” En los hechos al tipo de cambio se le permite fluctuar 3 a 4 centavos en torno a 7.75 Q por US\$.
- ❑ Este sistema es una causa fundamental de la inestabilidad macro en Guatemala en los últimos años.
- ❑ El reciente aumento de reservas internacionales ha sido muy positivo, ya que ha permitido recuperar el stock a niveles más cercanos a los “óptimos”. Sin embargo, el sistema actual no es sostenible. Una decisión con respecto a su reforma es requerida.
- ❑ Guatemala no se encuentra en condiciones de implementar un sistema de cambios "super fijo", esto es ni caja de conversión ni dolarización. De hecho, el país no cumple con la mayoría de los prerequisites para implementar un sistema cambiario “super fijo.”

### ***Consecuencias Posibles de Mantenerse el Curso Actual***

- ❑ Inestabilidad de tasas de interés. Períodos de tranquilidad se verán sucedidos por períodos de alta turbulencia.
- ❑ El cuadro anterior se presta para la especulación cambiaria.
- ❑ Aumento del riesgo de país, con consecuente incremento en costo del crédito.



- ❑ Pérdidas de reservas en los próximos 8-12 meses
- ❑ Posibles presiones cambiarias que pueden traducirse en un “brinco” del tipo de cambio en 10-12 meses.

### ***Recomendaciones de Política***

- ❑ La recomendación ***estratégica*** es adoptar un sistema cambiario flexible, al tiempo que se mantiene la independencia de la política monetaria.
- ❑ El sistema que se recomienda es similar al sistema de tipo de cambio flotante imperante en Brasil, Chile y México.
- ❑ Debido a que Guatemala aun no está preparada para entrar, de golpe, a un sistema de completa flexibilidad, se recomienda un período de transición caracterizado por una “flotación limitada.” Este sistema debe permitir una mayor flotación del quetzal, y debe tener reglas de participación del Banguat completamente transparentes.
- ❑ El sistema de transición recomendado se caracteriza por permitir la fluctuación del tipo de cambio dentro de amplios “márgenes de tolerancia.”
- ❑ Para ello se define un tipo de cambio de referencia, en función de las metas inflacionarias. Desde un punto de vista práctico, la autoridad debe decidir si los valores de este tipo de cambio de referencia serán informados al público, o sí, por el contrario, serán de uso exclusivo del Banguat.
- ❑ Dentro de márgenes de +/- 5% en torno del tipo de cambio de referencia, se permite una fluctuación sin impedimentos.
- ❑ Fuera de este +/- 5%, y hasta llegar a un +/- 15%, el Banguat considerará ajustar la tasa de interés de corto plazo (28 días) en respuesta a la situación cambiaria. La modalidad exacta de respuesta estará guiada por una regla de Taylor.
- ❑ Al llegar a los límites de los márgenes de tolerancia – definidos en esta propuesta como +/- 15% en torno al tipo de cambio de referencia --, el Banguat además participará en el mercado cambiario, defendiendo los márgenes por medio de la venta o compra de divisas.
- ❑ También se recomienda que, dentro de esta transición, se establezcan reglas transparentes y claras de participación en la compra de divisas por medio de un procedimiento de opciones. Este sistema ha sido usado con mucho éxito en México.

- Adicionalmente se recomienda establecer un procedimiento de venta limitada de divisas en la eventualidad que el tipo de cambio experimente brincos muy elevados en un día en particular. Estos sistemas han funcionado muy bien en otros países. El éxito de esta política dependerá de su credibilidad, el apoyo de la política fiscal y de evitar el llamado síndrome del “péndulo.”
- Como una forma de facilitar el funcionamiento del nuevo sistema se recomienda fomentar la creación de un mercado para coberturas cambiarias futuras.

En el capítulo VI del informe se presenta, en detalle, un análisis sobre las posibles objeciones a la reforma cambiaria aquí propuesta. En esa sección se demuestra que, en la medida que la reforma se implemente adecuadamente, la vasta mayoría de esas objeciones no deben ser fuente de preocupación.