

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

Documento Final

Confidencial

Por

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

27 de julio de 2000

El objetivo de este Memorándum es resumir los resultados de un análisis sobre la situación macroeconómica de Guatemala, llevado a cabo durante los meses de junio y julio del 2000. 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.

El análisis presentado en este documento se basa en un estudio de las cifras macroeconómicas, y en una serie de entrevistas llevadas a cabo en Guatemala durante los meses de junio y julio de 2000. Estas entrevistas se sostuvieron con representantes del sector privado, de distintos organismos gubernamentales, con académicos y con analistas independientes.

Deseo agradecer muy especialmente a los miembros del Staff de Banguat, así como a los miembros de la Junta Monetaria – incluyendo muy especialmente a su presidente, Lic. Lizardo Sosa – por su colaboración durante la elaboración de este informe.

Es importante señalar que las recomendaciones de política macroeconómica presentadas en este documento son parte de un paquete comprensivo y consistente. Si bien algunas de ellas pueden ser implementadas individualmente, para que surtan todo su efecto es claramente necesario implementar las medidas aquí propuestas como un conjunto.

En este documento se hacen recomendaciones de política a dos niveles. En primer lugar, y para cada una de las políticas consideradas, se hacen algunas recomendaciones “gruesas” y generales, que implican cambios – a veces muy importantes – en las prácticas

seguidas hasta ahora. Estas recomendaciones pueden llamarse “*recomendaciones estratégicas*.” En segundo término, y dentro del contexto de las “recomendaciones estratégicas” mencionadas más arriba, se hacen recomendaciones detalladas – similares a la “ingeniería de detalle” – sobre mecanismos operacionales concretos, y sobre detalles específicos referentes a la conducción de las políticas monetaria y cambiaria. Finalmente, y para completar el análisis, en las conclusiones del estudio se discuten cuáles serían las consecuencias económicas de no introducir los cambios aquí propuestos, y mantener el curso de acción actual.

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 con 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.

I. INTRODUCCIÓN

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 con 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 con relación a los montos inicialmente esperados.

Este cuadro crítico se tradujo, durante 1999, en que la tasa de crecimiento del PIB alcanzara 3.5%, en comparación con un objetivo de 3.9% planteado a principios de ese

año. Dentro de lo positivo, durante 1999 se cumplió la meta inflacionaria de crecimiento del índice de precios al consumidor, la que según el Programa Monetario de 1999 debía situarse entre el 5 y el 7 por ciento. A diciembre de 1999 la tasa de inflación llegó a 4.9 por ciento.

A partir de enero de este año, la situación de desequilibrio macroeconómico ha mostrando 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.

A pesar de estos aspectos positivos, Guatemala enfrenta hoy en día una situación caracterizada por ciertas debilidades macroeconómicas, siendo las más importantes: (1) la existencia de un persistente déficit fiscal. (2) La resistencia política a implementar un ajuste fiscal profundo, que incluya los necesarios ajustes en tasas impositivas, incluyendo la tasa del IVA. (3) Tasas de interés que, a pesar de ser decrecientes, aún son elevadas. (4) La difícil situación en que se encuentran un número de instituciones del sistema bancario. Y (5), la emisión de un volumen creciente de OMs por parte del Banguat para esterilizar la entrada de divisas.

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.

Nótese, sin embargo, que si bien la probabilidad de crisis ha disminuido, ella no ha desaparecido. De hecho, la debilidad del sector financiero/bancario continuará balanceándose sobre Guatemala como una espada de Damocles. Más concretamente, una aplicación preliminar, realizada por este autor en el contexto de este informe, del modelo de predicción de crisis del prestigioso banco de inversiones de Wall Street *Goldman-Sachs* -- el respetado modelo GS-WATCH --, indica que con respecto a un vasto número de señales de crisis, Guatemala se encuentra aún en un nivel de peligro relativamente alto. A la misma conclusión se llega al hacer una aplicación para Guatemala del análisis sobre determinantes de crisis del Secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Dr. Larry Summers.¹

¹ Véase la Tabla 2 de L.H. Summers "International Financial Crises: Causes Prevention and Cures," May, 2000.

II. EL MIX DE POLÍTICAS MACROECONÓMICAS EN GUATEMALA, Y LA CRISIS DEL SECTOR BANCARIO-FINANCIERO:

Evaluación y Recomendaciones

Hoy en día Guatemala tiene un *mix* de políticas macroeconómicas caracterizado por una política fiscal laxa y una política monetaria restrictiva. Esto es así aún después del ajuste presupuestario decretado en febrero de este año (Decreto No. 9-2000 del Congreso de la República).

Este “*mix*” (combinación) de políticas tiende a resultar en tasas de interés elevadas y, por tanto, a inhibir el crecimiento económico. Por ello, su modificación debe ser el *eje central* de todo plan económico tendiente a obtener una consolidación de lo logrado durante los últimos meses, y a alcanzar un crecimiento sostenido y una mejoría en las condiciones sociales del país.

Este *mix* poco deseable ha sido el resultado, desde 1998 a esta parte, de la inhabilidad del sector público de balancear sus libros. En efecto, después de 7 años de déficit “prudente” – durante 1991-1997 el déficit fiscal tuvo un promedio de 0.64% del PIB -- el déficit fiscal alcanzó el 2.2% en 1998 y se empujó a un 2.3% del PIB en 1999. Más aún, para el presente año se espera que el déficit supere el 2.5%, pudiendo incluso llegar a un 2.8% del PIB.

Adicionalmente, si se utiliza un sistema de contabilidad fiscal avanzado y comprensivo, la situación del sector público es aún más seria de lo que a primera vista parece. Efectivamente, desde un punto de vista económico-financiero, la medida relevante de déficit fiscal debe incluir la evolución en el tiempo de los *pasivos contingentes* del sector público. En el caso de Guatemala la mayoría (pero no la totalidad) de estos pasivos contingentes se encuentran relacionados con el costo que significará para el erario nacional solucionar la ya muy seria situación de algunas entidades del sector bancario/financiero.

Además, el déficit cuasi fiscal nacido de la emisión de OMAS del Banguat debe sumarse a estos cálculos. Si bien este déficit experimentó una caída en los últimos años, volverá a aumentar en el 2000 como consecuencia de las operaciones masivas de OMAs en que se ha visto envuelto el Banguat.

A pesar de los esfuerzos realizados por la Superintendencia, el problema bancario continúa arrastrándose, contribuyendo así al agravamiento de la situación de pasivos contingentes del sector público, a la inestabilidad macro, y al *mix* inadecuado de políticas observado durante los últimos años.

Efectivamente, de acuerdo con información proporcionada por la *Superintendencia de Bancos*, el volumen de la *cartera en mora* creció entre febrero de 1999 y abril del 2000

de Q793 millones a Q 1,003 millones. Más aún, de acuerdo con datos de la misma institución la *cartera vencida* aumentó de Q1,337 millones a Q1,524 millones entre febrero de 1999 y abril del 2000.

A pesar de los esfuerzos de ciertos bancos, el proceso de capitalización y de limpieza de las carteras se ha movido en forma lenta, manteniendo a todo el sistema financiero en riesgo.² El reciente otorgamiento de adelantos a ciertos bancos de sistema por parte de la Junta Monetaria no ayuda a encontrar una solución verdadera y duradera al problema. Efectivamente, estos recursos han sido otorgados por un período considerable -tres años-, sin que ello se haya traducido aún en programas de fusión y/o liquidación ordenados, creíbles y transparentes.

Algunas estimaciones recientes -- y en mi opinión conservadoras --, sugieren que el costo para el sector público de “solucionar” la crisis bancaria sería del orden de Q3,500 millones. Si bien se ha estimado que este es el costo “bruto,” debe notarse que ante una crisis bancaria el proceso de recuperación de activos es generalmente lento, y los montos recuperados tienden a ser significativamente menores a los inicialmente esperados. La experiencia del *Fobaproa/Ipab* en México ilustra este punto en forma muy clara.

Según información recogida durante mi visita a Guatemala, continúa existiendo la intención en ciertos círculos de que sea el Banguat quien se haga cargo de los costos de la “solución” de la crisis bancaria. Esta medida sería altamente nociva, e introduciría una falta de transparencia sumamente negativa en el sistema de contabilidad del sector público.

Al respecto, la recomendación es crear una institución pública, dependiente del Ministerio de Finanzas, que se haga cargo de los activos de los bancos que sean intervenidos y liquidados. Las pérdidas de esta institución serían de cargo de la Tesorería y serían cubiertos con recursos generales de la nación.

Es importante notar que la legislación recientemente vetada sobre *Restitución de Depósitos Bancarios*, hubiera sido altamente nociva para Guatemala. Si bien este proyecto partía de principios (relativamente) atendibles, la forma en que finalmente salió del Congreso hubiera producido una bomba de tiempo. La objeción central a este tipo de legislación es, desde luego, que al no establecer un límite a la vigencia en el tiempo de la ley, crea un enorme problema de “moral hazard.”

La solución del problema bancario del país debe realizarse de modo que se minimice los costos, tantos presentes como futuros, para los contribuyentes. Al mismo tiempo debe crearse una institucionalidad – entendida como un conjunto de reglas e incentivos – que minimice la probabilidad de que una crisis de estas características y magnitudes vuelva a repetirse en el futuro. Ello implica, al menos, que: (a) Los accionistas de los bancos

² A esta conclusión han llegado una serie de analistas independientes, incluyendo grupos técnicos asociados con la Superintendencia Mexicana y con el Banco Interamericano de Desarrollo.

intervenidos / en liquidación respondan con su patrimonio. Ni un quetzal del erario nacional debe gastarse mientras los accionistas cuenten con recursos que puedan usarse para este propósito. (b) Incrementar el rigor del marco regulatorio y de supervisión. En particular es necesario -- siguiendo la modalidad Argentina --, aumentar (significativamente) por encima de las reglas de Basilea los requisitos de capital de riesgo. (c) Incrementar el capital mínimo para abrir – y mantener en operaciones – un banco.

En términos de política macroeconómica global la recomendación central – recomendación que debe ser el eje de la estrategia económica durante los próximos cinco años – es realizar un ajuste fiscal importante que asegure que en los próximos años el déficit del gobierno central, en promedio, no exceda el 1% del PIB, y preferentemente se ubique al nivel de un 0.5% del PIB. Naturalmente que el déficit del sector público consolidado debe también mantenerse bajo control, situándose en la proximidad de 0.5% del PIB.

Al respecto es fundamentalmente importante enfatizar que no sólo es menester lograr una drástica reducción del déficit público, sino que además deben implementarse medidas fiscales *eficientes* que no reduzcan el potencial de crecimiento del país. En ese sentido, la propuesta de la Comisión Técnica del Pacto Fiscal cumple con esos requisitos. La aprobación (parcial), por parte del Congreso, de algunas de sus recomendaciones constituye un paso en la dirección correcta. Es necesario, sin embargo, que las autoridades aprueben el resto de las medidas propuestas por esta Comisión Técnica, incluyendo muy especialmente el aumento de la tasa del impuesto al valor agregado.

Algunos Alcances Sobre el Proceso de Crecimiento Económico en Guatemala

Históricamente, Guatemala ha crecido a tasas relativamente modestas, las que tradicionalmente han colocado al país dentro de los lugares más bien bajos en el concierto latinoamericano.

Estimaciones realizadas en el contexto del presente estudio, y presentadas en los Cuadros 1 y 2 de este documento, indican que la *productividad total de los factores* – históricamente la fuente más importante de crecimiento en prácticamente todos los países del mundo – ha sido muy mediocre en Guatemala. De hecho, en lo que se refiere a esta medida comprensiva de productividad, Guatemala se ubica históricamente en la mitad inferior del grupo de países de América Latina.

Esta es una situación preocupante que conspira en contra de cualquier intento que Guatemala logre un crecimiento sostenido, que permita una rápida creación de empleos y una mejoría en las condiciones sociales del país.

La estrategia económica de Guatemala debe, entonces, encaminarse a generar un aumento de esta productividad total de los factores. Esto requerirá no sólo de una estabilidad macroeconómica – el tema central de este Memorándum – sino que también de una profundización de las reformas estructurales, de una rápida solución del problema bancario, y de un cambio importante en la política macroeconómica. Entre las principales reformas estructurales que Guatemala debe seguir se encuentran la desregulación a la inversión, una verdadera reforma y consolidación del sector bancario/financiero, una profundización (ordenada) del grado de apertura del país, una legislación laboral moderna que junto con resguardar los intereses de los trabajadores impulse un aumento en la tasa de productividad, una legislación que asegure el imperio de la ley, y el respeto irrestricto a los derechos de propiedad. Estas reformas deben ir acompañadas de programas sociales efectivos, especialmente dirigidos al sector educacional. Adicionalmente, es menester que se le dé atención a muchas de las útiles recomendaciones del Programa de Competitividad.

Resumiendo: El aspecto fundamental de una política macroeconómica para el crecimiento es la modificación del *mix* de la política, haciendo un serio y duradero ajuste fiscal. Esto, como se mencionó, requerirá introducir aumentos en las tasas impositivas del impuesto a la renta, al mismo tiempo que al IVA. Este programa permitirá una política monetaria más holgada, que resultará en menores tasas de interés, lo que con certeza se traducirá en una aceleración en la tasa de crecimiento de la economía, aumento en el empleo y mayores salarios. Además, y como se argumenta en detalle en el resto de este documento, se debe: (a) Continuar con el proceso de modernización de la política monetaria iniciado por la Junta Monetaria y el Banguat. Las medidas específicas deben darse dentro de los lineamientos discutidos en este documento, y presentados en más detalle más adelante. Y (b), implementar una modificación de la política cambiaria, dentro del marco sugerido en el presente documento.

III. SOBRE LA CONSISTENCIA DE LA POLÍTICA MONETARIA EN GUATEMALA: LA IMPOSIBILIDAD DE LA “SANTÍSIMA TRINIDAD”

En la actualidad la política monetaria en Guatemala se caracteriza por lo que se ha dado por llamar “*la imposibilidad de la Santísima Trinidad.*” Este término – cuya acuñación se le atribuye al prominente economista italiano Tommaso Padoa-Schioppa – se refiere a una situación caracterizada por:

- La autoridad monetaria persigue una política monetaria activa e independiente, donde el banco central sigue una meta (independientemente determinada) de emisión monetaria y/o tasas de interés domésticas.
- El país cuenta con una libertad de movimiento de capitales, de jure o de facto. Como consecuencia de esto, los capitales se mueven de país en país en respuesta a

diferenciales de tasas de interés (apropiadamente corregidas por riesgo cambiario y riesgo de país.)

- El país en cuestión mantiene, de jure o de facto, un tipo de cambio rígido. En el caso de Guatemala, el tipo de cambio ha sido sumamente estable – guiado, en los últimos meses por una estrechísima banda *de facto*. Ver la Figura 1 donde se combina la información sobre tasa de devaluación en forma de barras, y nivel del tipo de cambio en forma de línea. Este tema es tratado con mayor detalle en la Sección VI de este memorándum, que trata sobre política cambiaria.

La situación descrita arriba – la “*imposible Santísima Trinidad*” – genera una política caracterizada por un recurrente desequilibrio.³ Un cuadro común, nacido de la “*Santísima Trinidad*,” se da cuando la política monetaria independiente resulta en una tasa de interés doméstica superior a la tasa de interés externa, ajustada por expectativas devaluatorias, y por riesgo de país.

Esta situación – que muchas veces es generada por un cambio de expectativas nacidas de un cambio de autoridades que generan mayor credibilidad -- resulta en importantes (a veces, masivas) entradas de capitales al país, muchos de ellos capitales especulativos, los que ponen en riesgo la obtención de la meta monetaria. Ante ello, la autoridad decide esterilizar los flujos de recursos externos emitiendo títulos. Ello resulta en una tasa de interés doméstica más elevada, que atrae mayores capitales foráneos, generando mayores esterilizaciones, y de esas maneras un círculo vicioso que termina traducándose en una gran acumulación de deuda en el banco central, con la consecuente creación de un déficit cuasi fiscal crecientemente abultado.

Históricamente este círculo vicioso se ha dado en una serie de países de la región, con serias consecuencias y altos costos. Quizás el caso más emblemático ha sido el de Colombia en 1991, cuando en un corto plazo la emisión de OMAs superó el 50% de la base monetaria. Otro caso prominente es el de Chile, donde en la primera mitad de década de los noventa el tipo de cambio se pegó al piso de la banda, y el banco central tuvo que emitir cuantiosos títulos para esterilizar la entrada de capitales.

Esterilización, Emisión de OMAs y Desintermediación Bancaria

En Guatemala la decisión de esterilizar los flujos de capitales durante la primera mitad de este año ha contribuido a producir una situación de tasas de interés altas, las que han ido disminuyendo en los últimos meses. Más aún, al hacer particularmente atractivos los títulos públicos, esta política ha contribuido a producir una situación de desintermediación bancaria. Este cuadro es ilustrado por el hecho que, si bien las medidas agregadas de liquidez han aumentado, en lo que va del año, a tasas consistentes

³ Otra manera de decirlo es que sólo por casualidad las variables macroeconómicas resultantes de esta situación de política serán consistentes entre sí, trasladándose en una situación de equilibrio.

con el Programa Monetario del 2000, el crédito bancario al sector privado ha *disminuido*. En efecto, a la segunda semana de julio la situación era la siguiente:

- Crecimiento de M2
 - Meta PM 2000 11%-13%
 - Interanual 17.08%
 - Acumulado en 2000 9.27%

- Crecimiento de M3
 - Meta PM 2000 11%-13%
 - Interanual 18.28%
 - Acumulado en 2000 12.22%

- Crecimiento del Crédito al Sector Privado
 - Meta PM 2000 13%-15%
 - Interanual 2.70%
 - Acumulado en 2000 -2.61%

Esta situación – ciertamente anómala – tiene como contrapartida el hecho que las instituciones bancarias han aumentado fuertemente sus tenencias de títulos públicos, y especialmente de OMAs. En efecto, mientras que durante el segundo trimestre de 1999 los títulos públicos en las carteras de los bancos promediaron 34.6%, durante el primer cuatrimestre del 2000 llegaron a un promedio de 37.7% de la cartera. Más aún en abril del presente año este porcentaje alcanzaba a 45% de la cartera bancaria. Un análisis de regresión preliminar, realizado en el contexto del presente estudio, sugiere que existe una relación positiva entre los rendimientos de los títulos de las OMAs y el porcentaje de la cartera bancaria mantenida en forma de títulos públicos. Esta relación se encuentra presente tanto a nivel de rendimientos promedio de las OMAs, como al nivel de OMAs con plazos específicos. En el Cuadro 3 de este documento, y a modo de ilustración, se presentan los resultados obtenidos en ecuaciones que usan el retorno sobre las OMAs de 182 días como regresor. Como se puede apreciar, este análisis sugiere que un aumento en este rendimiento en uno por ciento resulta, después de un mes, en un aumento de los títulos públicos en poder de los bancos de casi un uno por ciento de su cartera. El impacto de largo plazo, es considerable: un incremento de la tasa de los OMAs del 1 por ciento se traduciría en un incremento de títulos públicos en manos de los bancos en un 11 por ciento de la cartera. Si bien estos resultados son preliminares, y están sujetos a las limitaciones típicas de nuestras estadísticas muy pequeñas, son sugerentes e ilustran el impacto de la situación monetaria actual sobre algunos de los agregados monetarios más importantes. [Es muy importante enfatizar, a estas alturas, que en países como Guatemala existe un límite natural a cuán baja puede llegar la tasa de interés. Si este límite es violado, se producen fugas de capitales con las consecuentes nocivas consecuencias para el país.

Si bien la posición de política monetaria caracterizada por la “*imposibilidad*” ha sido justificada durante los primeros meses del año – principalmente debido a la situación crítica por la que estaba pasando la economía, incluyendo especialmente los bajísimos niveles de reservas internacionales –, claramente ella no es una posición sostenible, y debe ponerse fin. De hecho, una solución de la actual situación de “*imposibilidad*” sería altamente positivo, ya que permitiría un aumento del crédito bancario al sector privado, y una baja adicional en las tasas de interés. [Naturalmente que esta aseveración supone que las recomendaciones sobre política fiscal presentadas en el capítulo anterior son atendidas e implementadas por la autoridad.]

Nótese sin embargo que la reciente experiencia de algunos países latinoamericanos y asiáticos, sugiere que aún con tasas de interés bajas, es posible que los bancos mantengan una reticencia a incrementar el crédito. Esto sucede – como ha sido recientemente el caso en Colombia – si el sector corporativo se encuentra altamente endeudado, y en una situación financieramente débil. En este caso los bancos – y especialmente aquellos bancos que siguen enfoques modernos de manejo de riesgo, incluyendo Value at Risk y “stress testing” –, percibirán que el riesgo involucrado en prestar a corporaciones débiles es demasiado alto. Aún cuando el análisis de este tema va más allá del ámbito de este estudio, varias fuentes entrevistadas sugirieron que esta situación podría aplicarse a Guatemala. Este tema debe ser, rápidamente, objeto de análisis y estudio, ya que de ser correcto implicaría que un requisito adicional para restablecer el ciclo del crédito es una reestructuración financiera del sector corporativo.

Hacia una Política Monetaria Consistente, o el Fin de la Imposibilidad de la Santísima Trinidad

La eliminación del desequilibrio generada por la “*imposibilidad*” en Guatemala requerirá poner término a una de las tres fuentes de inconsistencia. En ese sentido, y desde un punto de vista analítico, las opciones de política para un país atrapado en esta “*imposibilidad*” son:

- i. Mantener el tipo de cambio fijo – opción que ha tomado El Salvador, por ejemplo –, y continuar con la libertad de movimiento de capitales, al mismo tiempo que se desiste de tener una política monetaria independiente. El tipo de cambio fijo en cuestión puede tener una de diversas modalidades, incluyendo una caja de conversión o una completa dolarización de la economía. [Este tema es tratado en mayor detalles en la sección de este documento dedicada a evaluar los beneficios de una caja de conversión en Guatemala.]
- ii. Limitar el grado de movilidad de capitales, a través de la imposición de controles. Estos, a su vez, pueden tomar diversas formas. Una de las opciones favorecidas por una serie de analistas – incluyendo al ex vicepresidente económico del Banco Mundial, Joe Stiglitz – es introducir controles a la entrada, al estilo de los

imperantes en Chile en el período 1991-98. Paradójicamente, Chile ha abandonado esta política en el último año. Más aún, existe creciente evidencia empírica que sugiere que estos controles no han tenido los efectos positivos que alguna vez se creyó tenían.

- iii. Flexibilizar (considerablemente) la política cambiaria, a la vez que se mantiene una política monetaria independiente y una libre movilidad de capitales.

En el caso de Guatemala, y por razones técnicas e históricas que se desarrollan más adelante en este documento, no parece conveniente (al menos en estos momentos) adoptar un sistema cambiario super-fijo – caja de convertibilidad o dolarización. Vale decir la solución (i.) discutida más arriba queda descartada. Igualmente, y dada la historia del país y la evidencia histórica comparativa no es deseable (ni práctico, ni efectivo) cerrar la cuenta de capitales.⁴

En términos de política monetaria, entonces, las recomendaciones específicas sobre políticas monetaria y cambiaria para Guatemala son las siguientes: [Los aspectos operacionales de éstas se desarrollan en las secciones que siguen.]

- No alterar la actual normativa sobre movilidad de capitales.
- Mantener una política monetaria activa e independiente. Ello requiere, desde luego, aumentar el grado de flexibilidad de la política cambiaria [Ver la Sección VI para una discusión detallada sobre las opciones cambiarias para Guatemala.].

Esta política monetaria activa e independiente debiera continuar evolucionando en la dirección modernizadora adoptada por la Junta Monetaria y el Banguat en los últimos meses. Más concretamente, se recomienda que se le vaya dando menor importancia la programación financiera tradicional como principal instrumento de conducción monetaria, y moverse hacia la adopción del manejo de una tasa de interés de corto plazo como principal instrumento de política.

- Flexibilizar, como se dijo, marcadamente la política cambiaria, permitiendo que el quetzal fluctúe con mayor libertad de la que se le ha permitido hasta ahora.

En las secciones siguientes de este Memorándum se desarrollan con detalle los aspectos específicos de este paquete de recomendaciones. Las Secciones IV y V se concentran en aspectos de la política monetaria, mientras que la sección VI discute cuestiones cambiarias, y se hace una proposición concreta para una nueva política en esa área.

Debe notarse que si bien la inconsistencia de la “Santísima Trinidad” se ha manifestado, recientemente en Guatemala, a través de la necesidad de esterilizar influjos externos

⁴ Véase, S. Edwards “How Effective are Capital Controls?” Journal of Economic Perspectives, 1999.

mediante la emisión de OMAs, su ámbito es más general. En efecto, en repetidas circunstancias esta inconsistencia se produce cuando la autoridad mantiene una política monetaria independiente a la luz de presiones sobre la moneda y pérdidas de reservas. Históricamente la manifestación más clara de este síndrome se dio a través de 1994, cuando el Banco de México esterilizó las salidas de capitales del país, con nefastas consecuencias.⁵ En el caso de Guatemala fenómenos de este tipo se han vivido en varios momentos en el pasado, cuando como consecuencias de desequilibrios el Banguat ha perdido volúmenes importantes de reservas internacionales.

IV. LA CONDUCCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA Y CREDITICIA EN GUATEMALA: UNA EVALUACIÓN METODOLÓGICA

Nuevos Procedimientos en Banguat

En febrero/marzo del presente año el Banco de Guatemala implementó un importante cambio en la forma en que implementa la evaluación y conducción de política monetaria. Esta modificación consiste en complementar un sistema de evaluación basado (fundamental, pero no exclusivamente) en el sistema tradicional de *programación financiera* impulsado desde los años cincuenta por el FMI, por un sistema de *indicadores múltiples*.

En la actualidad el Banguat hace un seguimiento de siete variables, incluyendo una serie de agregados monetarios, varias tasas de interés incluyendo la llamada “tasa parámetro”, la inflación subyacente, varias medidas del tipo de cambio, y un indicador sobre condiciones monetarias. [En el apéndice de este documento se presenta una evaluación de la metodología utilizada por el Banguat para estimar el índice del tipo de cambio real].

No cabe ninguna duda que la decisión de moverse desde una política monetaria basada en una regla monetaria única, a una política basada en un conjunto de indicadores, constituye un importante paso en la dirección correcta. De hecho, esta modificación sitúa al Banguat entre el puñado de bancos centrales latinoamericanos que se encuentran modernizando sus procedimientos de política monetaria y crediticia.

Sin embargo, y a pesar del avance que significan las recientes modificaciones en los procedimientos de política, el Banguat continúa dándole una *importancia central* al comportamiento de la emisión en la conducción de política monetaria. En efecto, si bien, los siete indicadores son analizados y seguidos periódicamente por el staff y por los miembros de la Junta Monetaria, la emisión continúa siendo – dentro del contexto de un enfoque tradicional de programación financiera – la variable más importante de política monetaria.

⁵ Para detalles sobre este episodio, ver S. Edwards “The Mexican Peso Crisis: What did we Know? When did we Know It? The World Economy, 1997

Esto se ilustra, por ejemplo, por el hecho que la “tasa parámetro” – la que constituye, desde un punto de vista analítico, la innovación más importante – ha sido construida con bandas de “gatillo” relativamente amplias. Ello, de por sí, hace que una excelente idea innovativa tenga en la práctica un uso más bien limitado, dejándole la gran responsabilidad de la política monetaria a la emisión. En efecto, las amplias bandas alrededor de la tasa parámetro se traducen en que este indicador – o variable de seguimiento – sólo sugiera intervención en casos de saltos muy extremos de la tasa de interés de reportos.

Al respecto, una de las recomendaciones centrales sobre política monetaria es que el proceso de modernización de las operaciones del Banguat no debe detenerse aquí, sino que debe avanzar hasta la completa implementación de nuevos procedimientos. A continuación se presentan una serie de consideraciones de carácter técnico-metodológico con respecto a este tema. En la sección que sigue se hacen recomendaciones más específicas en el ámbito operativo.

Procedimientos Modernos de Política Monetaria

La inmensa mayoría de los países avanzados, y un número creciente de países emergentes, incluyendo a los latinoamericanos de vanguardia, utilizan alguna tasa de interés de corto plazo como instrumento central de política monetaria.

Esto, naturalmente, se ha traducido en que el enfoque tradicional de programación financiera, de mucha utilidad en el pasado, haya ido perdiendo prominencia.

En efecto, la emisión ha dejado de ser, en la vasta mayoría de las economías, tanto una variable central de seguimiento, como la *meta intermedia* en la conducción de la política monetaria. Hoy en día las discusiones tanto prácticas como académicas se centran en qué tipo de reglas específicas de tasas de interés los bancos centrales deben seguir en la conducción de sus políticas.

Son varias las razones por las cuales las autoridades monetarias de los distintos países del mundo han optado por abandonar la base monetaria como instrumento/indicador de la política monetaria. Las principales limitantes del uso de la emisión, tanto en Guatemala como en el resto del mundo, son:

- La demanda por dinero tiende a exhibir un alto grado de inestabilidad en el tiempo. Ello dificulta los ejercicios de programación financiera, ya que éstos están basados en satisfacer la demanda por dinero *proyectada*. Es bien sabido que ante una demanda por dinero inestable, una política monetaria consistente en mantener una meta intermedia (semi) rígida de crecimiento de los agregados monetarios resultará en tasas de interés altamente inestables.

- El multiplicador bancario tiende a ser altamente inestable en prácticamente todas las economías del mundo. Más importante aún, el multiplicador de M2 en Guatemala ha sido marcadamente más volátil que el de otros países. En efecto, un análisis usando datos mensuales – debidamente desestacionalizados – del multiplicador de M2 en Guatemala, El Salvador, Argentina, Chile, México, Australia y Nueva Zelandia durante el periodo 1995-marzo 2000 indican con claridad que Guatemala ha tenido el multiplicador más volátil del grupo. En efecto, la desviación absoluta media, medida como el promedio del valor absoluto de los cambios mensuales en el multiplicador monetario es, para el caso del M2, de aproximadamente 1.5% para Chile, 2% para Argentina, Australia y México, de 2,5% para El Salvador y Nueva Zelandia (este último altamente influenciado por eventos que al parecer tienen su origen en asuntos contables) y de sobre 3% para Guatemala. Los resultados para M1 son similares, aunque la diferencia entre Guatemala y el resto de los países es aún mayor. Las figuras 2 y 3 ilustra está volatilidad del multiplicador en Guatemala y otros países.
- El procedimiento utilizado para computar el encaje bancario introduce, en muchos países incluyendo Guatemala, grandes, costosas e innecesarias volatilidades. Al respecto, se recomienda que se reformen los procedimientos actualmente usados para el cálculo del encaje. Específicamente se sugiere que se exija que los bancos mantengan un nivel “intermedio” de reservas a mediados de cada mes. Este tipo de procedimiento ha sido utilizado exitosamente en otros países.⁶

Recomendaciones Estratégicas para Guatemala

Las principales recomendaciones, a nivel metodológico, con respecto al marco utilizado para el diseño de política monetaria en Guatemala son [En la Sección V se hacen algunas recomendaciones más concretas sobre aspectos operacionales de la conducción de política monetaria en Guatemala.]

- Es altamente deseable y necesario que Banguat continúe modernizando sus procedimientos de política. Los pasos dados hasta ahora son claramente positivos, pero debe ser entendido que ellos constituyen tan sólo los pasos iniciales en un proceso amplio y ambicioso.
- Esto significa comenzar un proceso que lleve a desligarse de la emisión como meta intermedia, y continuar moviéndose hacia un sistema similar al de “inflation targeting” implementado en los últimos años por economías tan diversas como Brasil, Chile, Suecia, Canadá, Nueva Zelandia y Australia.
- Esto se traduce en la necesidad de establecer una regla monetaria en base a un manejo de *una (y sólo una)* tasa de interés de corto plazo. La importante innovación de la

⁶ Ver, para mayores detalles, S. Edwards “Economic Prospects and Challenges for Guatemala” June 1999.

“tasa parámetro” constituye una base sólida sobre la cual este proceso de modernización debe ir desarrollándose.

- Es muy importante enfatizar que este **no** es un proceso simple, y que **no** es posible implementarlo cabalmente en un período muy corto. Una implementación completa, seria y profesional de este tipo de sistema requiere de una serie de información que hoy en día no se encuentra disponible – o sólo está parcialmente disponible -- en Guatemala. Algunos avances estadísticos bastante urgentes se refieren a la disponibilidad de cuentas nacionales trimestralizadas, y a la construcción de un índice de precios al productor. Lo primero ayudaría enormemente en la (importante) labor de construir estimaciones para la evolución del PIB potencial en el país. Ello implica, por necesidad, que para el período intermedio se requiere una estrategia de transición que opere a varios niveles. Los más importantes aspectos de esta transición deben ser:
 - ❖ Un esfuerzo masivo por mejorar las estadísticas – monetarias, financieras, de precios y de nivel de actividad económica -- del país. Naturalmente que este es un proyecto de largo aliento. Ello, sin embargo, no debe traducirse en inmovilismo. Lanzar, ahora mismo, un esfuerzo serio en esta dirección es fundamental y de urgencia. Para ello sería altamente aconsejable obtener asesoría técnica. Una posibilidad que debe contemplarse es obtenerla de la Cepal, institución que cuenta con personal adecuado y de vasta experiencia en estas áreas. Debe enfatizarse, sin embargo, que la no disponibilidad de *todas* las estadísticas idealmente requeridas no debe transformarse en una razón para retrasar las reformas modernizadoras aquí propuestas.
 - ❖ Incorporar, durante la transición, con aún mayor profundidad de lo que se ha hecho, las recomendaciones hechas en junio pasado en el Memorándum sobre “Condiciones Económicas,” de junio de 1999.
 - ❖ Darle una creciente importancia a un indicador de tasas de interés en el proceso de seguimiento de la política monetaria durante la transición. Este indicador debiera ir en la dirección de la tasa de interés parámetro diseñada por el Banguat a principios de este año.
 - ❖ Capacitar adecuadamente al personal profesional del Banguat para que éste esté en condiciones para manejar los aspectos técnicos asociados con el nuevo sistema moderno aquí propuesto.
 - ❖ A nivel puramente técnico, el continuar moviéndose hacia la adopción completa de un sistema avanzado y moderno de política monetaria requerirá profundizar una serie de estudios tendientes a cuantificar, con la debida precisión, la relación entre la(s) tasa(s) de interés y las variables macroeconómicas más importantes en la economía. Algunas de las principales preguntas técnicas son:

- ❖ Qué tasa de interés debiera controlar la autoridad monetaria.⁷ Al respecto, el consenso profesional es que ésta debe ser una tasa de corto plazo. En el caso de Guatemala, la mayoría de las transacciones financieras son a un plazo relativamente corto. A pesar de ello, el tema de cual de las tasas debe utilizarse continúa siendo relevante. Una investigación estadística preliminar realizada en el contexto de este estudio (y presentada en el apéndice) sugiere que la tasa más efectiva, al menos en lo que se refiere a su efecto sobre el IMAE, es la tasa de OMA de 28 días. Los análisis estadísticos señalan que aumentos en esta tasa tienen un efecto contractivo en las desviaciones del IMAE sobre su potencial. Este efecto alcanza a su máximo con un rezago de 6 a 10 meses. [Este tema se trata con mayor detalle en la Sección V de este documento. Los resultados del análisis técnico-estadístico se presentan en el Apéndice B del mismo].
- ❖ Cual es el rezago con el que la política monetaria – entendida como un cambio en la tasa de interés de política – afecta las variables claves. Al respecto, cabe notar que desde un punto de vista comparativo las experiencias de diferentes países presentan diferencias marcadas. Mientras que en los Estados Unidos este rezago ha sido estimado en 2-3 trimestres, en Nueva Zelandia el rezago es de 1 a 2 años. En Chile el rezago es dos a tres trimestres, mientras que en el Reino Unido el Banco de Inglaterra apunta a influir su variable-meta (“*inflation target*”) en un período de dos años. Como se señaló en el acápite anterior, nuestros resultados preliminares sugieren que en Guatemala el rezago parece ser de 6 a 10 meses. Si bien este número cae dentro del intervalo dado por otras experiencias, es menester ahondar en este análisis. [Ver la sección V y el Apéndice B para mayores detalles].
- ❖ Cuál es la tasa de interés – en términos de madurez -- que ejerce un mayor efecto sobre el gasto agregado? Nuevamente, en el caso de Guatemala esta pregunta está naturalmente acotada, ya que las opciones están en el lado corto de la curva de rendimientos. Sin embargo, la experiencia internacional es, nuevamente, variada. En el Reino Unido, por ejemplo, la tasa que más influencia al gasto es una tasa de corto plazo.⁸ En los Estados Unidos, de otro lado, la tasa más importante es la de largo plazo, lo que obliga a los analistas de la Reserva Federal comprender cabalmente la relación entre la tasa de los Fondos Federales – la tasa usada por la reserva como instrumento de política – y las tasas de más largo plazo.
- ❖ Rol que debe jugar el tipo de cambio en la conducción de la política monetaria. Este es un tema controvertido en algunos círculos académicos, pero afortunadamente, es un tema sobre el cuál el staff del Banguat ha estado pensando desde hace ya un

⁷ En la actualidad, y por medio de las subastas de OMA, el Banguat intenta influir varias tasas dentro de la curva de rendimiento. Esto no es aconsejable, ya que impide un más libre funcionamiento del mercado financiero, genera posibilidades de arbitraje y fomenta la inestabilidad. Este tema es cubierto con mayor detalle más adelante en este documento.

⁸ Ver N. Batini y A.G Haldane, “Rules for Monetary Policy,” Bank of England, 1999.

tiempo. Este tema es desarrollado con mayor detalle más adelante en la sección VI sobre la tasa parámetro y sobre la política cambiaria.

V. LA POLÍTICA MONETARIA Y LAS TASAS DE INTERÉS EN GUATEMALA: EVALUACIÓN Y RECOMENDACIONES

En esta sección se presenta una evaluación del comportamiento reciente de las tasas de interés en Guatemala, y se hacen recomendaciones específicas en torno a cómo debe enfrentarse el tema en el futuro. En la sección de recomendaciones, el punto de partida es la noción de que la modernización de la política monetaria en Guatemala es un proceso en marcha, y que los próximos pasos deben ir en la dirección discutida en la sección anterior. Eso es, reemplazar, en un plazo prudente, los actuales procedimientos centrados en una meta intermedia de emisión por un procedimiento de “*inflation targeting*”, donde la tasa de interés de corto plazo es el instrumento esencial de política.

El Comportamiento de las Tasas de Interés en Guatemala

Durante 1998-1999 las tasas de interés en Guatemala no sólo fueron elevadas, sino que además fueron sumamente volátiles. Esto se ve reflejado en la Figura 4, donde se presenta la varianza condicional para la tasa activa, la tasa de OMAs de 28 días y la tasa de reporto. Estas varianzas condicionales proporcionan la medida más fina y pertinente de volatilidad, ya que ellas están construidas tomando en cuenta los shocks sufridos por los niveles de tasas en el período (semana) inmediatamente anterior.

En los últimos seis meses, sin embargo, la situación ha cambiado sustancialmente ya que el Banco de Guatemala ha hecho un esfuerzo – y uno exitoso – por reducir esta volatilidad. Ello, de hecho, se refleja muy claramente en estas figuras, donde se ha dibujado una línea vertical en primera semana del 2000. Como puede apreciarse, con posterioridad a esta fecha la varianza condicional de las tres tasas de interés consideradas ha caído notablemente, llegando a *uno de sus niveles más bajos* en los últimos años. Este resultado es, claramente, un reflejo del éxito que ha tenido las recientes políticas del Banguat.

Debe notarse, sin embargo, que en el pasado el país vivió periodos con baja volatilidad de tasas de interés (durante la primera parte de 1998, por ejemplo), y que nada asegura que de mantenerse la política de metas (intermedias) de emisión no se vuelvan a dar períodos de alta volatilidad de tasas de interés. [Una diferencia importante entre la situación actual y el pasado, sin embargo, es que desde febrero el Banguat cuenta con el mecanismo de la tasa parámetro para evitar saltos excesivamente extremos en la tasa de interés de los reportos. Es fundamental notar que, como se planteó más arriba, la amplitud de las

bandas de “gatillo” de la tasa parámetro es muy amplia y sólo evitaría los casos de saltos de tasas inusualmente extremos, pero no así la volatilidad histórica.^{9]}

Como se planteó en la sección anterior, un número creciente de países han decidido enfrentar el problema de alta volatilidad de tasas de interés, adoptando un procedimiento de política monetaria de “inflation targeting,” cuyo principal instrumento es el control de una tasa de interés de corto plazo.

Tasas de Interés y Política Monetaria en Guatemala

El objetivo central de la política monetaria en Guatemala – así como en la mayoría de los países -- es influenciar las variables económicas que determinan la inflación (el gasto o la brecha gasto-producto, por ejemplo). De acuerdo con amplia evidencia internacional y con la teoría económica moderna, estas variables son afectadas por el nivel de las tasas de interés. Los mecanismos de transmisión de la tasa de interés a las variables relevantes es materia de estudio empírico, tema que recién empiezan a ser explorados para el caso guatemalteco. Por ello, es necesario establecer, como se planteó más arriba, cuál es la tasa de interés que puede controlar la autoridad, capaz de cumplir con esta labor del modo más eficiente. Cabe enfatizar que en general no es posible que un banco central intente determinar la tasa de interés a más de un plazo, pues se generan oportunidades de arbitraje que se prestan para ataques especulativos desestabilizadores.

Como se planteó en la sección anterior, y vale la pena recalcarlo, al seleccionar cuál de todas las tasas de interés será la utilizada para conducir la política monetaria se deben hacer, al menos, tres consideraciones.

- Primero, es vitalmente importante que el Banco Central tenga, en efecto, control sobre la variable en cuestión. Es decir, que existan instrumentos financieros que permitan la implementación de la política monetaria.
- Segundo, que la tasa de interés escogida tenga una influencia importante sobre las tasas de interés de mercado más relacionadas con la actividad económica.
- Tercero, y condicional a las observaciones anteriores, es preferible escoger la tasa de interés de menor plazo posible, de modo de evitar especulaciones desestabilizadoras frente a expectativas de cambio en la instancia monetaria. Si la tasa de interés es de corto plazo, como en la mayoría de los países industrializados, es necesario que el sistema financiero tenga la madurez suficiente para transmitir eficientemente esta tasa hacia el resto de la curva de

⁹ La banda de la tasa parámetro es excesivamente amplia por construcción, ya que al escogerse dos desviaciones standard en su confección, sólo se está dando una “señal” en 5% de los casos de valores extremos. Sí, como es el caso en Guatemala, las tasas han sido muy volátiles en le pasado, evitar sólo el 5% de las ocurrencias extremas mantendrá un grado elevado de variabilidad.

rendimientos, y en particular hacia los plazos más relacionados con la actividad económica y, en definitiva, con la inflación.

Según evidencia preliminar, obtenida de un análisis estadístico-empírico realizado en el contexto de este estudio, pareciera ser que la tasa de OMAs a plazos menores a 3 meses ejercen especial influencia sobre la tasa de interés de OMAs a otros plazos, así como sobre las tasas de reporto y la tasa activa y pasiva promedio. En particular, y como se planteó más arriba, la tasa de OMAs de 28 días aparece como la más efectiva. Estos resultados, que se encuentran resumidos en el Apéndice B, son confirmados tanto por Vectores Auto Regresivos VARs mensuales (representados por las gráficas de impulso respuesta incluidas más abajo) como por VARs semanales.

Como se planteó en la sección anterior, la siguiente pregunta es investigar la forma en que las tasas de interés afectan a la demanda (gasto) agregado, y a través de éste a la inflación. Aunque un estudio a fondo sobre esta materia – y el tema justifica cabalmente un estudio profundo y definitivo – está más allá de los objetivos de este estudio, hemos realizado un análisis preliminar con los datos disponibles. En efecto, para ello usamos un sistema dinámico de ecuaciones para construir un modelo cuasi-estructural de Vectores Auto Regresivos (VAR). Este análisis, utilizando datos mensuales de 1995 al mayo del 2000, sugiere que cambios en las tasas de interés de los OMAs a 28 días sería la más influyente sobre la economía, con un efecto sobre la actividad económica medida por medio del IMAE (se utilizó la brecha entre el IMAE y su tendencia cíclica calculada utilizando el filtro de Hodrick y Prescott (HP), aunque otras medidas de actividad arrojan resultados similares). El impacto de este efecto alcanza su máximo con un rezago de entre los 6 y 10 meses. Si bien las limitaciones del IMAE como medida del gasto agregado son bien conocidos, los resultados obtenidos en nuestro análisis – y presentados en el apéndice C – son altamente sugerentes. El próximo paso en esta línea de investigación es construir una medida más amplia del gasto, al mismo tiempo que se elabora una estimación del producto potencial en el país. De esta manera será posible investigar los mecanismos específicos a través de los cuáles cambios en las tasas de interés afectan el exceso de demanda agregada, y a través de éste, a la inflación.

Un análisis más acabado de estas materias debiera resultar en la confección de una regla del tipo de Taylor para Guatemala. Afortunadamente, el Banguat ya ha empezado a trabajar en esta dirección. [De hecho, la “tasa parámetro” es un instrumento nacido de un análisis muy similar al de Taylor] En el caso de Guatemala esta regla sería la guía principal (pero no la única) para la conducción de la política monetaria. Naturalmente que dada la naturaleza de la economía guatemalteca, esta regla debiera – tal como lo hace la actual “tasa parámetro” – incorporar consideraciones de economía abierta.

Adicionalmente, durante la transición se recomienda que se utilice un “corredor” de la emisión – similar al que hoy día se calcula -- como variable indicativa de seguimiento. En ese sentido, Guatemala podría enfrentar la transición a un completo “inflation targeting,” en forma similar a como lo ha hecho el banco Central Europeo, el que en la

actualidad utiliza una política de “dos pilares”: el principal pilar es el “inflation target” que se persigue a través del control de las tasas de interés de corto plazo. El “segundo pilar,” que actúa más como indicador es un corredor monetario de M3.

Algunas Recomendaciones Operativas Específicas

A la hora de implementar una política monetaria a través del control directo de una tasa de interés de corto plazo es posible, y aconsejable, aprovechar la institucionalidad ya existente en Guatemala. En particular, la existencia de un mercado de OMAS facilitará la implementación de este sistema.

Si, por ejemplo, se desea utilizar como instrumento la tasa de interés a 28 días se sugiere un sistema que tenga, a grosso modo, las siguientes características:

- El Banco Central pasaría a ofrecer permanentemente y por ventanilla abierta títulos propios a 28 días a la tasa que en cada momento la autoridad decida (tasa determinada a través de un análisis técnico, plasmado, como se ha dicho en una regla tipo Taylor).

El hecho de que esta ventanilla ya haya estado operando en el Banguat facilita la implementación de este sistema. Los títulos a 28 días se ofrecen en forma ilimitada a la tasa de interés preestablecida. A no ser por situaciones muy particulares, no se ponen límites ni por comprador ni por el total a vender. Esta ventanilla debe estar abierta sólo para las instituciones financieras preclasificadas por la Superintendencia de Bancos, las que serían clasificados como “operadores primarios” en este mercado. Ello permitirá fortalecer su rol como intermediadores de liquidez en el mercado, al mismo tiempo que le permitirá a la Superintendencia establecer requisitos estrictos para la participación de estos “*primary dealers*”. De hecho, este puede transformarse en un efectivo instrumento de regulación y supervisión del sistema financiero, ya que excluiría de este activo mercado a aquellos bancos con debilidades financieras.

- Títulos a plazos distintos de 28 días se pasarían a ofrecer a través de licitaciones con montos *ijos y predeterminados*. Esto significa que mientras la *tasa de política* (28 días en nuestro ejemplo) es determinada por ventanilla abierta, el resto de las tasas de interés es determinado *por el mercado*. Esto evita actividades de especulación desestabilizadora contra el Banco Central. Por esto es absolutamente vital que estos montos sean conocidos con anticipación y modificados muy ocasionalmente, y sólo en la medida que la demanda por estos títulos varíe en el tiempo. [La emisión de títulos a plazos distintos a los 28 días (la tasa que hemos supuesto el Banguat va a controlar) se justifica únicamente como un modo de hacer más eficiente el manejo de pasivos del Banco Central, y como una manera de profundizar el mercado financiero e ir creando una curva de rendimientos]

- La cantidad a ofrecer de estos títulos de madurez superior a los 28 días, y sus plazos específicos, deben ser escogidos con suma delicadeza, tomando en cuenta el efecto que tendrán sobre la liquidez del mercado, especialmente en su fase inicial.

Si bien los excesos de liquidez del sistema son automáticamente contraído a través de la ventanilla, pueden producirse fenómenos puntuales de falta de liquidez. Esto se debe a que frente a un fenómeno transitorio, las instituciones financieras privadas pueden no tener suficientes vencimientos que provean la liquidez necesaria. Mientras menor es el plazo del documento ofrecido por ventanilla abierta, menor es la gravedad de este problema.

Sin embargo es necesario contar con un instrumento para facilitar la inyección de liquidez de corto plazo. Aquí se recomienda la realización de operaciones de reporto a muy corto plazo (compra por parte del Banco Central de títulos propios de la propia institución con pacto de retroventa) y a una tasa de interés, si bien razonable, lo suficientemente elevada para evitar el uso especulativo de este instrumento. La tasa de interés de estas operaciones debe ser tal que privilegie las operaciones de liquidez interbancarias, pero a la vez permita dar solución oportuna a estos fenómenos transitorios de escasez de liquidez en el sistema. Nuevamente, la institucionalidad vigente en Guatemala permitiría implementar este sistema sin mayores dificultades, ya que el Banguat ya opera con operaciones de reporto en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero. La tasa de interés para estas operaciones de reporto debe estar íntimamente relacionada con la tasa de mercado. Por ejemplo, esta tasa debiera ser algunos *puntos básicos* (“*basis points*”) por encima de la tasa interbancaria del día en cuestión.

Un aspecto sumamente atractivo del mecanismo propuesto es que aumenta la transparencia de la política monetaria. A través del anuncio de la tasa de interés del documento ofrecido por ventanilla abierta, el Banguat puede comunicar con claridad sus intenciones. Así, si se estima necesario crear un ambiente de menor liquidez en el mercado, debido a una expansión del gasto extremada o a indicaciones de presiones inflacionarias, se anuncia un aumento en esta tasa de interés. Si lo que se busca, por otra parte, es relajar la instancia de política monetaria, simplemente se reduce la tasa de interés de ventanilla abierta.

Es importante destacar, una vez más, que las tasas de interés se transmiten al resto de la economía con un rezago importante. Por esto es fundamental contar con el mayor número posible de indicadores *anticipados* de la evolución de la inflación y las variables económicas que la afectan. Un seguimiento detallado de estos indicadores así como nuevos y más profundos estudios técnicos que permitan establecer cuáles son los mejores indicadores y cómo interpretarlos son un imperativo.

Un punto que no debe perderse de vista es que la modalidad de política monetaria propuesta aquí deja abierta una posibilidad de especulación en contra del Banco Central. Esto se produce por las posibles ganancias de capital que se pueden realizar si se espera

un cambio en la tasa de interés de los títulos ofrecidos por ventanilla. Para esto es importante que la política monetaria sea oportuna, se anticipe al mercado y sea ejercida sólo cuando existe convicción de que es necesario hacerlo. Esto es, los cambios en la tasa de política deben ser espaciados. Mientras más frecuentes sean los cambios en la tasa de interés, más volátiles serán las expectativas, y más frecuentes serán estos ataques especulativos. Se sugiere que el organismo determinado de revisar la tasa de política se reúna – en circunstancias normales -- sólo una vez por mes y que sólo introduzca cambios en la política si es estrictamente necesario.

También es importante notar que, mientras menor es el plazo del instrumento utilizado menores son las posibles ganancias de capital, y menores los ataques especulativos. En el límite, cuando la tasa de interés controlada por el Banco Central es a un día u *overnight*, como es el caso de la mayoría de los países industrializados, se eliminan totalmente estas posibilidades de especulación (sin embargo, se debe recordar que para utilizar la tasa de interés a un día se precisa que el sistema financiero sea lo suficientemente maduro para transmitir esta tasa de interés a las tasas de corto y mediano plazo, que son las más relevantes).

Tres importantes puntos adicionales:

- (1) Para que este sistema funcione eficientemente, la autoridad monetaria debe seguir una política de alta transparencia y masiva información al público. Las deliberaciones del consejo deben publicarse, y las consideraciones técnicas para las decisiones de política deben ser difundidas.
- (2) El Banguat deberá publicar, como parte de la política de “inflation targeting” un muy detallado informe trimestral de inflación. Esta práctica, que fue iniciada por el Bank of England, es un componente esencial del enfoque aquí propuesto. El Banco de México ha recientemente publicado el primer número de su Informe Sobre la Inflación, correspondiente al período Enero-Marzo, 2000.
- (3) Este tipo de política, al ser llevada a cabo con títulos propios, implica un costo para el Banguat. Es posible que estos costos se trasladen en pérdidas netas para la institución. En ese sentido es altamente recomendable establecer un mecanismo *automático* de recapitalización del Banguat por parte del Ministerio de Finanzas. La automaticidad de estas operaciones es importante ya que las retirarán del ambiente puramente político del corto plazo.

VI. POLÍTICA CAMBIARIA EN GUATEMALA

Desde hace unos años Guatemala ha seguido una política cambiaria de “flotación administrada,” donde al tipo de cambio se le permite flexibilidad, dentro de ciertos

límites. Esta política ha tendido a funcionar durante este período sobre las bases de intervenciones esporádicas y limitadas del Banguat en el mercado de divisas. Los límites dentro de los cuáles se permite la fluctuación del tipo de cambio han tendido a variar a través del tiempo. En la actualidad, por ejemplo, estos límites son sumamente estrechos – no más de unos pocos (3 a 5) centavos.

En términos generales, esta política se ha caracterizado por un cierto grado de discrecionalidad por parte de las autoridades, tanto monetarias como, especialmente, políticas. Una evaluación de este sistema sugiere que, si bien puede haber generado ciertos resultados positivos hace algunos años, se ha transformado en una fuente de inestabilidad macroeconómica. En efecto, esta política no es completamente transparente – el público no conoce con certeza los principios de participación de la autoridad–, genera aprensión entre los agentes económicos, y se traduce en un grado relativamente elevado de volatilidad de tasas de interés y reservas internacionales. Más aún, en los últimos meses esta política ha contribuido a la situación de “imposibilidad” macroeconómica a la que se hizo mención en los capítulos anteriores de este informe.

En estos momentos, y especialmente en virtud de la situación de desequilibrio generada por las políticas de la “*imposibilidad*,” se hace necesario que Guatemala replantee su política cambiaria. Esto, naturalmente, debe hacerse dentro del contexto de una estrategia macroeconómica y de desarrollo económico consistente, y debe formar parte del paquete general propuesto en este informe.

En esta sección se analizan dos opciones de política cambiaria: (a) la adopción de un sistema super-fijo de caja de conversión (o en su versión más extra, dolarización); (b) una mayor (pero no total) flexibilización del sistema cambiario. El análisis sugiere, con claridad, que Guatemala no se encuentra en estos momentos preparada para adoptar una política de caja de conversión. [Esto no significa que esta opción no deba ser considerada seriamente en el futuro. Especialmente si es adoptada por México y el resto de Centro América.] Por ello, en esta sección se hace recomendaciones concretas con respecto a una nueva política de mayor flexibilidad cambiaria en un plazo prudente.

Caja de Conversión o Dolarización para Guatemala?

Durante los últimos meses ha habido un cierto interés entre los analistas económicos latinoamericanos sobre el tema de la “super-rigidez” cambiaria. Una serie de observadores – y especialmente el renombrado Economista Jefe del BID – han planteado que los países de América Latina deben, sin excepción, adoptar un sistema caracterizado por una caja de conversión o, mejor aún en su opinión, por una dolarización. En el contexto centroamericano esta proposición tomó cierta importancia a partir de la manifiesta simpatía con que el gobierno anterior en El Salvador consideró la opción de adoptar una caja de conversión.

En esta subsección de este informe se evalúan los aspectos centrales de un sistema cambiario “super rígido,” cubriendo sus realidades y sus mitos. De este análisis se concluye que, en estos momentos, Guatemala no se encuentra en condiciones para adoptar tal sistema.

Los que abogan por los regímenes superfinos –cajas de conversión y dolarización-- han argumentado que estos sistemas cambiarais proveen credibilidad, transparencia, baja inflación y estabilidad fiscal. En teoría, una característica atractiva de los regímenes superfinos es que, en principio, al reducir la especulación y el riesgo de devaluación, las tasas de interés domésticas serían más bajas y más estables que bajo regímenes alternativos. En la medida en que los distintos premios por riesgo estén relacionados entre sí, un menor riesgo de devaluación se traduciría en un menor riesgo de país. Ello, a su vez, se debiera traducir en un menor costo de capital y en un cuadro de *crecimiento con estabilidad* para el país en cuestión.

Sin embargo, lograr credibilidad no es automático, como lo ha demostrado ampliamente el caso argentino. Más aun, como las experiencias latinoamericanas han demostrado claramente, la adopción de un régimen super rígido no reduce el riesgo de país y, algunas veces, incluso lo aumenta. En efecto, el costo de capital en los mercados internacionales para Argentina (caja de conversión) y Panamá (dolarizada) excede con creces el de Chile, país con un tipo de cambio libremente fluctuante.

Para que un régimen super-fijo sea efectivamente creíble, algunos asuntos claves deben ser exitosamente resueltos previamente a su implementación:

- **Solvencia fiscal.** El déficit fiscal debe estar bajo control. En términos prácticos esto significa que la posición fiscal fluctué entre un déficit no mayor a 0.5% del PIB y un superávit de 0.5% del PIB. La mera existencia de un sistema de caja de conversión, o en su defecto dolarizado, no garantiza la solvencia fiscal. Buenos ejemplos de ello han sido Argentina y Panamá (país que debido a sus permanentes excesos fiscales ha debido contar con el apoyo prácticamente ininterrumpido del FMI por cerca de 30 años).
- **Política Fiscal Contracíclica:** Los requerimientos fiscales van más allá de la solvencia y deben incluir aspectos operacionales específicos. En particular, el país en cuestión debe ser capaz de desarrollar un marco institucional que le permita llevar a cabo una política fiscal contra-cíclica. Como lo ha mostrado el caso de Chile, aun en los países más exitosos es extremadamente difícil implementar la contra ciclicidad fiscal.
- **Prestamista de última instancia:** La función de prestamista de última instancia, que bajo regímenes flexibles o semi-fijos es suministrada por el banco central, debe ser delegada en el caso de una caja de conversión a alguna otra institución. Una alternativa satisfactoria no siempre es fácilmente alcanzable. Alternativas incluyen

un consorcio de bancos extranjeros con la contratación de un crédito contingente, un país extranjero con el cual se firme un tratado monetario, o una organización multilateral. Es fundamental entender que este punto tiene que estar claramente resuelto antes de embarcarse en un sistema de caja de conversión.

- ***Sistema Bancario Sólido y Sano:*** En un régimen super-fijo – y debido a la relativa precaridad de la situación de prestamista de última instancia -- el sistema bancario doméstico debe ser particularmente sólido, de modo de minimizar la frecuencia de las crisis en este sector. Se debe poder implementar una supervisión bancaria apropiada, imponer requerimientos de liquidez elevados para los bancos, y contar con una importante presencia de bancos extranjeros de primera categoría dentro del sistema doméstico. De hecho, Argentina ha optado por un sistema donde la banca extranjera domina sin contrapeso el sistema doméstico.
- ***Reservas Internacionales:*** Los regímenes de caja de conversión requieren que la autoridad monetaria tenga un elevado monto de reservas internacionales. El volumen de estas reservas debe exceder la base monetaria en forma cómoda. Incluso si se dolariza las reservas no pueden ser cero, ya que éstas juegan un rol de “ahorro precautorio” o de “seguro” para enfrentar eventualidades asociadas con el sector externo.
- ***Tipo de Cambio Inicial:*** A los más arriba mencionados se suma la necesidad de establecer con bastante precisión el tipo de cambio al cual el precio de la moneda extranjera quedará fijo. Algunas experiencias históricas, como la de la Argentina, por ejemplo, sugieren que si el tipo de cambio al que se implementa el nuevo sistema es inadecuado, el país sufrirá un largo y costoso proceso de atraso cambiario.

En el caso de Guatemala está claro que cuatro de los seis prerequisites no se cumplen; uno se cumple estrechamente, y uno sí se satisface. En efecto, los siguientes cuatro prerequisites no se cumplen: (a) Solvencia fiscal; (b) Política Fiscal Contracíclica; (c) Prestamista de última instancia; y (d) Sistema Bancario Sólido y Sano. De otro lado, las reservas internacionales alcanzan para cubrir la base monetaria de Q 10,372 millones, pero lo hacen con alguna estrechez. Desde el punto de vista positivo, Guatemala no está experimentando una situación de atraso cambiario, por lo que el último requisito no presenta inconvenientes serios en este momento.

Debe enfatizarse, sin embargo, que no sólo Guatemala no cumple con los prerequisites para implementar una caja de conversión, sino que además, en la actualidad, este sistema no es conveniente para el país. En efecto, aún si los prerequisites discutidos más arriba se cumplieran, Guatemala no se beneficiaría de la adopción aislada de una caja de conversión. Ello porque sus principales competidores y socios comerciales – especialmente México, y América Central (con la excepción de El Salvador) – mantienen sistemas flexibles. La experiencia Argentina reciente ha demostrado con creces que en

estas circunstancias el país con sistema de caja de conversión puede llegar a sufrir graves pérdidas de competitividad frente a sus socios regionales.

Hacia una Mayor Flexibilización de la Política Cambiaria en Guatemala: Antecedentes, Diagnóstico y Recomendaciones Estratégicas

Al discutir el futuro de la política cambiaria en Guatemala, los siguientes factores deben ser tomados en cuenta:

- Como se dijo más arriba, la actual política cambiaria en Guatemala se caracteriza por una “flotación administrada,” donde al tipo de cambio se le permite una fluctuación dentro de límites muy estrechos. De acuerdo con este sistema, si las presiones cambiaria son muy fuertes, se permite un ajuste (más bien discreto) del tipo de cambio, después de lo cuál la autoridad vuelve a manejarlo dentro de límites estrechos.
- Este tipo de sistema, que llegó a contar con cierta popularidad entre los analistas internacionales durante la primera mitad de los años noventa, presenta, en general, una seria de inconvenientes, incluyendo el hecho que tiende a contribuir a la inestabilidad macroeconómica, y en especial a la inestabilidad de tasas de interés.
- Existe hoy día un consenso entre los expertos en la materia, de que la “flotación administrada” con límites estrechos no es un sistema aconsejable, y que los países emergentes deben optar por un sistema de flotación amplia, o por un sistema “super fijo” del tipo de caja de conversión. Esta posición es claramente capturada por el siguiente pasaje tomado del *Ensayo sobre Finanzas Internacionales 213* del año 1999, publicado por la Universidad de Princeton (p. 6):

*“La experiencia ha demostrado que un sistema de flotación administrada con límites estrechos, y con ajustes ocasionales y significativos del tipo de cambio, es muy difícil de sostener bajo un alto nivel de movilidad de capitales...En un ambiente de alta movilidad de capitales, por tanto, el sistema cambiario debe ser o una fijación que es defendida con gran determinación – y con las consecuentes restricciones sobre otras políticas --, o una flotación en que el tipo de cambio se mueve **regularmente** en respuesta a las fuerzas de mercado (aunque con ciertas resistencias a través de la intervención y el uso de otra políticas).”*

- A pesar de progresos reciente en manejo macroeconómico en Guatemala, el sistema cambiario actual continúa generando un cierto grado de incertidumbre. , Más aún, este sistema ha permitido que se desarrolle la situación de “imposibilidad” macroeconómica descrita más arriba.

- Durante ciertos períodos en el pasado la política cambiaria de flotación administrada con límites estrechos ha contribuido a erosionar la competitividad del país, y posiblemente ha afectado negativamente el nivel de crecimiento.
- Si bien el Banguat ha incrementado sustancialmente su nivel de reservas en los últimos meses, Guatemala aún cuenta con niveles relativamente bajos de reservas internacionales. En ese sentido, es poco probable que el Banguat sea capaz de resistir un ataque especulativo serio. Esto es especialmente el caso a la luz de los desequilibrios fiscales, la debilísima situación del sistema bancario nacional, y el alto volumen de OMAS de corto plazo emitidas en los últimos meses. [Véase la discusión presentada más adelante sobre los niveles recomendables de reservas internacionales para Guatemala.]
- Existe una necesidad de combinar, del modo más adecuado posible, *flexibilidad* y *credibilidad* en la política macroeconómica. Esto es posible sólo en el contexto de políticas macroeconómicas consistentes. La política cambiaria es sólo un ingrediente de las políticas macroeconómicas
- En el futuro, así como ha sucedido en el pasado, el tipo de cambio real estará con toda seguridad expuesto a shocks de procedencia exógena. Entre ellos, los más importantes son los de términos de intercambio (el precio del café, el azúcar, el petróleo, etc.), shocks a las tasas de interés externas y cambios en la disponibilidad de recursos externos. Es importante enfatizar – tal como se discute en el apéndice A de este documento – que el tipo de cambio real de equilibrio no es una variable inamovible en el tiempo; esfuerzos por mantener al TCR relativamente constante introducen inestabilidades innecesarias.
- La estrategia económica del país debe apuntar a lograr un crecimiento acelerado, pero sostenible. Ello implica evitar ciclos de “*stop-go*.” Esto requiere una expansión estable del sector exportador, y por tanto un nivel competitivo y estable del tipo de cambio real. [Nótese que en algunos países se han creado fondos de estabilización relacionados con los principales productos exportables, como una modalidad adicional para lograr mayor estabilidad cambiaria.]
- Al diseñar un nuevo régimen de política cambiaria debe considerarse el momento adecuado para introducirlo. Para esto deben tenerse en cuenta tanto los aspectos políticos como económicos relevantes. En general, el primer año de un período presidencial es el más adecuado para introducir reformas cambiarias importantes.

En consideración a los puntos anteriores, las *recomendaciones estratégicas* (o generales) con respecto a política cambiaria para Guatemala, se pueden resumir en dos puntos: (1) Aumentar, considerablemente, el grado de flexibilidad de sistema cambiario. Y, (2) aumentar el grado de transparencia del mismo. A continuación se discuten, con cierto

grado de detalle, esto dos aspecto de las recomendaciones estratégicas. Más adelante se hacen recomendaciones específicas para un sistema de transición caracterizado por una “flexibilidad limitada.”

- 1) ***Aumentar el Grado de Flexibilidad Cambiaria:*** Como se dijo anteriormente, sólo es posible mantener una cuenta de capitales abierta, y una política monetaria activa e independiente en la medida en que el tipo de cambio tenga un grado (muy) significativo de flexibilidad. El haber restringido la flexibilidad cambiaria en Guatemala ha contribuido a la inestabilidad macroeconómica por la que ha pasado el país en los últimos años.¹⁰

Idealmente, en el mediano plazo Guatemala debiera adoptar un sistema cambiario de flotación libre, similar a los que hoy día operan en Chile y México. Estos sistemas se caracterizan por una amplia libertad de fluctuación del tipo de cambio; de hecho, en ambos países las autoridades sólo intervienen en el mercado cambiario en forma muy esporádica, y sólo de acuerdo a reglas predeterminadas y perfectamente conocidas por el público. En ambos países – así como en Australia, Canadá y Nueva Zelandia – las autoridades consideran el comportamiento del tipo de cambio al tomar decisiones con respecto al nivel de la tasa de interés de corto plazo utilizada para conducir la política monetaria.¹¹ [Véase la discusión específica sobre el tema presentada más adelante.]

Si bien este tipo de sistema de libre flotación es, de acuerdo a un número creciente de expertos, el más adecuado para países emergentes, es posible pensar que, por razones tanto institucionales como políticas, Guatemala debe moverse hacia él en forma gradual.

Por ello es prudente y recomendable que, en una primera etapa intermedia, el Banguat siga, siempre dentro del contexto de una flexibilidad mucho más amplia, una política algo activa, caracterizada con un cierto -- pero limitado y predefinido -- grado de participación en el mercado cambiario. En ese sentido, durante la transición a un sistema flexible similar a Brasil, Chile y México, se recomienda que Guatemala adopte un sistema de “flexibilidad limitada.”

La modalidad específica que se siga durante la transición – incluyendo las reglas de participación del Banguat -- debe ser tema de un análisis cuidadoso.

¹⁰ En el pasado algunos autores han temido que en los países emergentes – y en particular, en los países latinoamericanos -- un sistema flexible tendería a resultar en una “excesiva” volatilidad cambiaria. Sin embargo, experiencias recientes en países como Chile y México, por ejemplo, claramente sugieren que estos temores han sido exagerados y han carecido de fundamentos.

¹¹ Estrictamente hablando, en México la tasa de interés no se utiliza directamente como instrumento de política. Se le utiliza indirectamente, sin embargo. El comportamiento del tipo de cambio juega un rol en este proceso. Véase, S. Edwards y M. Savastano, “The Morning After: Mexican Policy in the Aftermath of the Peso Crisis of 1994”, NBER Working Paper, 1998.

Lo importante, en este momento sin embargo, es rápidamente iniciar un proceso que aumente significativamente la flexibilidad cambiaria. En ese sentido en el propuesto sistema de transición de “limitada flexibilidad,” el énfasis debe ser en “flexibilidad” y no en “limitada.” En la subsección siguiente de este informe se presenta, a modo de ilustración, una posible modalidad para la transición, incluyendo un detallado esquema de participación de las autoridades. Naturalmente que, en el contexto de las recomendaciones que aquí se hacen, este sistema se caracteriza por un fuerte aumento de la flexibilidad cambiaria.

- 2) **Mayor Transparencia:** Las investigaciones económicas más recientes sugieren, con meridiana claridad, que la *transparencia* es un requisito esencial para el éxito de las políticas monetarias y cambiarias. Sólo en la medida en que el público entienda cabalmente los objetivos y modos de operación de la autoridad, se logra reducir la incertidumbre, y por tanto la inestabilidad macroeconómica. En ese sentido, entonces, se recomienda que el Banguat anuncie públicamente que adoptará una política de (mucho) mayor flexibilidad, donde su participación activa en el mercado de divisas se verá altamente reducida. Una vez que se decidan las modalidades de intervención específicas durante la transición, éstas también deben ser anunciadas al público.

Es muy importante notar que para que el nuevo sistema aquí recomendado tenga éxito, es necesario que las medidas adoptadas – tanto las propiamente cambiarias, como las de apoyo – sean *creíbles*. Ello, a su vez requiere que:

- ❑ Las metas globales sean realistas y consistentes. Aquí el término “metas realistas” es particularmente importante, ya que en muchos países reformas profundas y visionarias se han visto frustradas por la creación de expectativas demasiado altas.
- ❑ Las medidas sean parte de un paquete total consistente.
- ❑ Se plantee con claridad que estas son medidas de largo plazo, y que no se alterarán en el futuro.

La combinación de estos tres requerimientos va en la dirección de evitar cambios sucesivos de política que se deriven en un “*péndulo*” que, en el fondo, puede terminar siendo altamente perjudicial.

Flexibilidad Cambiaria en la Transición: Una Propuesta Concreta para un Nuevo Sistema Cambiario

Existe una serie de posibles maneras de implementar una mayor flexibilidad cambiaria en Guatemala. La modalidad que definitivamente se adopte dependerá de una serie de factores tanto técnicos como políticos, los cuales deben ser estudiados con detención. En esta sección, y a modo de ilustración, se plantea una modalidad específica de abordar la reforma del sistema cambiario. La ilustración presentada aquí parte de dos premisas:

- (1) Cómo se argumentó más arriba, Guatemala debe flexibilizar considerablemente su sistema cambiario.
- (2) Guatemala no se encuentra aun en condiciones de adoptar un sistema de cambio libre al estilo del existente en Chile, Brasil o México. Por esta razón, y como se argumentó más arriba, se recomienda que durante la transición, Guatemala adopte un sistema de “flexibilidad limitada.” Este sistema estaría caracterizado tanto por reglas claras y transparentes de participación del Banguat en el mercado de divisas, como por una regla de Taylor de política de tasas de interés que específicamente incluye el rol del tipo de cambio.

En ese sentido, entonces, la propuesta aquí presentada es ilustrativa y se concentra en el proceso de transición entre el sistema actual y un sistema flexible similar al existente en los países ya mencionados.

El aspecto central del nuevo sistema propuesto es que el tipo de cambio fluctúe dentro de ciertos “márgenes de tolerancia” más bien amplios. A continuación se detallan los aspectos básicos de este sistema propuesto:

- Los “márgenes de tolerancia” anteriormente citados se definen en función de un “tipo de cambio de referencia.” Este *tipo de cambio de referencia* evolucionará a través del tiempo de acuerdo a una fórmula específica – la que se desarrolla más adelante --, que el Banguat dará a conocer al público. Esta fórmula será “*forward looking*.” Esto es, su ritmo de deslizamiento estará definido en base a consideraciones relacionadas con el comportamiento futuro de la economía. Esto significa que, en contraste al caso chileno, por ejemplo, la tasa (decreciente) de desplazamiento del tipo de cambio de referencia será determinada de antemano, de acuerdo a las expectativas inflacionarias (para los detalles, ver la discusión presentada más adelante). Esta característica ha sido exitosamente implementada en el caso de Israel.
- La tasa de deslizamiento del *tipo de cambio de referencia* será mayor al comienzo e irá reduciéndose lentamente a través del tiempo. Al final de un período transicional, cuando la inflación haya convergido al nivel internacional, el tipo de cambio de referencia será plano. En ese momento se puede pensar en eliminarlo. La amplitud de los márgenes de tolerancia – definidos alrededor del tipo de cambio de referencia – será inicialmente elevada. La principal razón para

empezar con márgenes amplios es que el Banco de Guatemala carece de las reservas suficientes, para defender márgenes estrechos.

La implementación de este sistema de “flexibilidad limitada” requiere tomar decisiones respecto a un número de políticas operacionales específicas, incluyendo:

- (a) Cuál debe ser la tasa específica inicial de desplazamiento (depreciación) del tipo de cambio de referencia.
- (b) Cuál debe ser la amplitud inicial de los márgenes de tolerancia..
- (c) Relación entre el tipo de cambio de referencia inicial, y el tipo de cambio imperante en ese momento en la economía.
- (d) Las reglas que gobiernen el comportamiento de los márgenes de tolerancia a través del tiempo.
- (e) Determinar si deben existir reglas de participación de la autoridad en el mercado cambiario cuándo el tipo de cambio se encuentre dentro de los márgenes de tolerancia.
- (f) Determinar si el Banguat debe considerar el comportamiento del tipo de cambio al determinar el nivel de la tasa de interés de política.
- (g) Políticas que debe seguir el Banguat en el evento que el tipo de cambio se aproxime a los límites de tolerancia. Esto incluye políticas para hacer frente a influjos de capitales y para el manejo de reservas internacionales.
- (h) Políticas macroeconómicas y estructurales de apoyo a esta nueva política cambiaria.

Los cuatro primeros factores se encuentran estrechamente relacionados entre sí. En las subsecciones siguientes se discuten los aspectos específicos y operacionales más importantes relacionados con esta recomendación de política.

Tasa Inicial de Deslizamiento del Tipo de Cambio de Referencia

La tasa de desplazamiento inicial del tipo de cambio de referencia debe ser guiada por las metas de inflación del Banguat.

Una limitación posible de este sistema es que, si la inflación esperada es sistemáticamente menor que la efectiva, el tipo de cambio de referencia puede verse

afectado por una situación de “atraso cambiario.” Esta dificultad potencial puede ser evitada si la regla de desplazamiento del tipo de cambio de referencia contempla un término que captura el “error de predicción” cometidos en el período anterior. En términos generales la regla de desplazamiento del tipo de cambio de referencia (δ) será:

$$\delta = (\pi^e - \pi^{*e}) + \phi(\pi - \pi^e)_{\tau-1},$$

Donde $(\pi^e - \pi^{*e})$ es el diferencial esperado entre inflación doméstica e internacional, $(\pi - \pi^e)_{\tau-1}$ es el error de predicción de la inflación del período anterior y ϕ es el factor de ajuste.¹²

Se sugiere que ϕ tenga un valor menor a uno y que la tasa de depreciación no se incremente en el tiempo, es decir, que $\delta_\tau \leq \delta_{\tau-1}$. Esto asegura que la tendencia del tipo de cambio de referencia sea curva en el tiempo.

Amplitud de los Márgenes de Tolerancia

Como se planteó anteriormente, el sistema propuesto se basa en permitir una flexibilidad (limitada) del tipo de cambio dentro de ciertos márgenes de tolerancia. Una pregunta fundamental dentro de este esquema es la amplitud de estos márgenes. La recomendación es que en principio estos márgenes sean (muy) amplios. Esto por dos razones. Primero, y según lo argumentado arriba, las reservas internacionales son aún relativamente bajas. Segundo, márgenes amplios – definidos como lo suficientemente anchos como para desincentivar la especulación-- agregarán credibilidad al nuevo régimen. En la medida que el tiempo pase y el Banguat acumule reservas internacionales, sería posible, si así se desease, estrechar (transitoriamente) levemente estos márgenes. La recomendación central, debe recordarse, es eventualmente adoptar un tipo de cambio flexible exento de márgenes.

Se sugiere una amplitud inicial de los márgenes de tolerancia de $\pm 15\%$, alrededor del “*tipo de cambio de referencia*”. Nótese que esto implica una flexibilidad muy significativa para el tipo de cambio. Ello es deliberado, y responde al deseo de evitar estrecheces que lleven a especulación contra el Banguat, al mismo tiempo que se busca fomentar una mayor libertad cambiaria en un contexto de “inflation targeting” como el sugerido en las secciones anteriores.

¹² La implementación práctica del sistema requerirá definir π^{*e} . Mi propuesta es mantener las cosas simples y usar la inflación esperada para los E.E.U.U.

Posición Original del Tipo de Cambio Nominal Dentro de los Márgenes de Tolerancia

Dado que no existe evidencia que sugiera que en este momento el tipo de cambio se encuentra sobrevaluado, se recomienda que el “*tipo de cambio de referencia*” con el tipo de cambio nominal al momento en que ésta se anuncie.

Nótese, sin embargo, que esta situación bien podría cambiar hasta el momento de implementación de este nuevo sistema. De ser así, y si el tipo de cambio tiende a estar sobrevalorado, por ejemplo, los márgenes de tolerancia deben anunciarse de tal modo que el tipo de cambio nominal quede más cerca de su límite inferior. De esta forma se le da más espacio al tipo de cambio para depreciarse buscando su nivel de equilibrio.

Anuncio del Nuevo Régimen Cambiario

En la fecha que este nuevo sistema se ponga en funcionamiento se anunciará el valor diario del *tipo de cambio de referencia* por los próximos 12 meses. El sistema deberá ser detalladamente explicado al público, incluyendo su racionalidad y funcionamiento.

Posteriormente, cada cierto período regular (un trimestre, por ejemplo) se anunciará el valor del *tipo de cambio de referencia* para el (cuarto) trimestre necesario para completar un año de anuncio.

Políticas del Banguat Cuando el Tipo de Cambio se Encuentre Dentro de los Márgenes de Tolerancia

Mientras el tipo de cambio nominal se encuentre (cómodamente) dentro de los límites de los márgenes de tolerancia del +/- 15%, se recomienda seguir la siguiente política.

- ❑ Primero, el tipo de cambio debe flotar en forma totalmente libre en un espacio de +/- 5% con respecto al tipo de cambio de referencia. En este caso la autoridad no debe alterar la política de tasas de interés, ni participar activamente en el mercado de divisas. Las únicas excepciones a esta regla es la compra y venta de divisas a través de los mecanismos preestablecidos y preanunciados que se describen a continuación.
- ❑ Segundo, el Banguat establece un mecanismo transparente de acumulación de reservas. Específicamente se recomienda seguir un sistema similar – o prácticamente igual al sistema de opciones de compra de moneda extranjera seguido, con éxito, por el Banco de México durante los últimos años.¹³

¹³ El nivel de reservas internacionales determinará la posibilidad de utilizar márgenes más estrechos. Un análisis preliminar de los datos sugiere que con un nivel de reservas menor de US\$ 2,600 millones no sería conveniente considerar márgenes más estrechos. [Esta cifra es similar a la suma de la base monetaria (Q10, 352 millones) y las obligaciones por operaciones de compraventa de valores del Banguat (Q8,478), evaluada al tipo de cambio de Q7.75 por US\$.]

- Tercero, se recomienda implementar un mecanismo simple, transparente y automático de venta de una cantidad limitada (preanunciada y predeterminada) de divisas por parte del Banguat en casos en que en un día específico el tipo de cambio se deprecie por más de un cierto porcentaje a ser determinado. En el caso de México el porcentaje que gatilla una venta limitada de divisas es 2% en un día.
- Cuarto, y de acuerdo a lo planteado en las dos secciones anteriores, se recomienda avanzar hacia la implementación de un sistema de "inflation targeting", donde el instrumento central es una tasa de interés de corto plazo. Esta política debiera contribuir a reducir la volubilidad de la tasa de interés nominal y le permitirá al Banguat ganar credibilidad respecto a su compromiso con el sistema de mayor flexibilidad cambiaria propuesto aquí [Nótese que, de acuerdo a una regla modificada de Taylor para economías abiertas, la tasa de interés de corto plazo en ocasiones, podrá ser ajustada en respuesta a desarrollos en el mercado cambiario. En general, sin embargo, esta intervención debe reservarse a situaciones donde el tipo de cambio se acerque al límite de los márgenes de tolerancia definidos, como se indicó, como +/- 15% en relación al tipo de cambio de referencia.. Ver la discusión más abajo.]
- Quinto, y dados los puntos anteriores, cuando el tipo de cambio está dentro de los márgenes de tolerancia del +/- 15% el Banguat debe abstenerse de intervenir directamente a través de la compra o venta de divisas, a través de mecanismos diferentes a los discutidos más arriba. [Un punto que puede analizarse es si es conveniente diseñar un mecanismo automático y transparente de suavización estacional de divisas. Mi predisposición inicial sería no hacerlo.]

Relación Entre la Nueva Política Cambiaria y la Nueva Política Monetaria: Una Regla de Taylor para Guatemala

Naturalmente, la nueva política cambiaria de "flexibilidad limitada" se encuentra íntimamente ligada a la propuesta de política monetaria basada en "inflation targeting," presentada en los capítulos anteriores. En particular, la regla que debe guiar las decisiones de política de tasas de interés debe incorporar explícitamente el comportamiento del tipo de cambio. En ese sentido, el Banguat debiera adoptar un Regla de Taylor para economías abiertas como su principal guía en la toma de decisiones sobre modificaciones de la tasa de interés de política.

Más específicamente, se recomienda que el Banguat adopte una Regla de Taylor del siguiente tipo:

$$r_t = \alpha (\pi_t - \pi^M) + \beta (y_t - y_t^P) + \lambda (E_t - E_t^R)$$

En esta fórmula r_t es la tasas de interés de corto plazo que el Banguat usa como instrumento de política monetaria. La variable π_t es la inflación efectiva en el período t ; π^M es la meta inflacionaria. y_t es el PIB del país (o un indicador cercano de él), y_t^P es el PIB potencial, por lo que el término $(y_t - y_t^P)$ es la brecha del producto. E_t es el tipo de cambio observado en el período t , y E_t^R es el tipo de cambio de referencia correspondiente a ese mismo periodo. α , β y λ son los parámetros de la Regla de Taylor.

Aun cuando los valores específicos de estos parámetros deben ser determinados cuidadosamente a través de un estudio técnico, en este informe se pueden proporcionar algunas ilustraciones, sobre el funcionamiento de esta ecuación. Las recomendaciones originales de Taylor para el caso de los Estados Unidos son las siguientes:

$$\begin{aligned}\pi^M &= 0 \\ \alpha &= 1.5 \\ \beta &= 0.5 \\ \lambda &= 0.\end{aligned}$$

Vale decir que Taylor ha propuesto para el caso de los Estados Unidos una meta inflacionaria igual a cero, e ignora el comportamiento del tipo de cambio en la formalicen de la política monetaria. Naturalmente, que ambas de estas recomendaciones son poco válidas para una economía con la de Guatemala: una meta de inflación de cero no es ni realista ni recomendable, por lo que π^M debiera tener un valor positivo (pero decreciente) que converja hacia el del 2-3% anual. Al mismo tiempo, si bien los Estados Unidos pueden ignorar el efecto directo de las fluctuaciones cambiarias, países pequeños y (muy) abiertos no pueden darse ese lujo.¹⁴

Con respecto al parámetro λ , se recomienda que para el caso de Guatemala se utilice un valor variable, que aumente mientras mayor sea la discrepancia entre el tipo de cambio observado y el de referencia. Esto significa que la regla de Taylor para Guatemala sería no-lineal y tendría un mecanismo de gatillo o “trigger.” Por ejemplo, -- y debe enfatizarse que este es sólo un ejemplo -- una modalidad posible sería usar los siguientes valores para λ :

- $\lambda = 0$ si la discrepancia entre E_t y E_t^R es menor que 5%. Esta recomendación, naturalmente, es consistente con la propuesta hecha más arriba de dejar fluctuar libremente al tipo de cambio en un espacio de +/- 5% en relación al tipo de cambio de referencia.
- $\lambda = 0.15$ si la discrepancia entre E_t y E_t^R es entre 5 y 8%.

¹⁴ Véase L. Ball “Policy Rules for Open Economies”, en J. Taylor, Monetary Policy Rules, U. of Chicago Press, 2000.

- $\lambda = 0.25$ si la discrepancia entre E_t y E_t^R es entre 8 y 12%.
- $\lambda = 0.40$ si la discrepancia entre E_t y E_t^R es entre 12 y 15%. Como se discute más abajo, una vez que la discrepancia es de 15% el Banguat participa activamente en el mercado de divisas, a la vez que las autoridades fiscales introduce masivas correcciones fiscales.

Bajo esta propuesta, el tipo de cambio fluctúa libremente con márgenes de hasta +/- 5% en relación a la tasa de referencia. Cuando la brecha cambiaria aumenta por encima de este margen de +/-5%, la autoridad considerará aumentar las tasas de interés. Este aumento de las tasas tenderá a ser más drástico mientras mayor se la brecha cambiaria. Dentro del espíritu de transparencia del sistema de “inflation targeting,” el Banguat anunciará que su regla monetaria tendrá estas características. A través de ello los agentes económicos sabrán que especulaciones cambiarias resultarán en un mayor costo del crédito y en un mayor costo para sus actividades especulativas. Dentro del proceso de transparencia una pregunta es si el Banguat debe anunciar los valores específicos de los parámetros de la regla de Taylor. Al respecto mi recomendación es que, si bien la existencia y naturaleza de la regla debe ser divulgada, los valores de los parámetros α , β , y λ no deben serlo. Ello por una razón muy simple: la regla de Taylor es una *guía* para la conducción de política monetaria. Guía que la autoridad toma muy en serio pero que no sigue en forma mecánica ni irreflexiva.

Políticas del Banguat Cuando el Tipo de Cambio Llegue a los Límites de los Márgenes de Tolerancia

Cuando el tipo de cambio se aproxima al límite de tolerancia superior, el Banguat debe tomar acciones. En términos generales, políticas dirigidas a reducir el gasto agregado debe ser la forma más importante de intervención. Las tasas de interés deben ser incrementadas de acuerdo a una regla de Taylor modificada presentada más abajo.

Cuando el tipo de cambio llegue al límite de tolerancia superior, y mientras las políticas tendientes a reducir el gasto se hacen efectivas, el Banguat debe estar dispuesto a perder reservas internacionales. Es en este momento, y sólo en este momento, en que el Banguat entrará a participar activamente en el mercado de cambios.

A la luz de experiencias históricas de una serie de países emergentes, el diseño de políticas razonables de manejo de reservas internacionales es un componente importante de un sistema de flexibilidad limitada con márgenes de tolerancia, como los discutidos aquí. [Ver las recomendaciones en mi Memorándum de 1999 sobre algunos aspectos importantes de una política adecuada de manejo de reservas internacionales.]

Se observarán también episodios en que el tipo de cambio nominal se acerque al límite inferior de los márgenes de tolerancia. La causa más posible de este fenómeno es un

incremento en los flujos de capitales gatillados por (percepciones) de diferenciales de tasas de interés importantes, o por fenómenos que en la literatura económica se conocen como la “enfermedad holandesa.”. Se recomienda que el Banguat se abstenga de esterilizar completamente estos flujos. Las esterilizaciones tienden a incrementar las tasas de interés domésticas atrayendo aún más capitales y creando un problema cuasi-fiscal serio, en la modalidad de la “imposibilidad” discutida en este documento.

Efectos Esperados de la Propuesta de Cambiaria de Flexibilidad Limitada

El grado de éxito de una propuesta como la que se ha hecho aquí dependerá de una serie de factores. Primero, del grado de credibilidad del nuevo sistema y, segundo, de la consistencia de las otras políticas (macro y estructurales) implementadas conjuntamente con la reforma cambiaria. Al respecto, lo que es particularmente importante es reconocer que las reformas aquí propuestas son profundas y conllevan mover a Guatemala hacia las más modernas técnicas de conducción de la política monetaria. Su adopción requiere un compromiso serio y a fondo, tanto de las autoridades monetarias, como financieras y políticas.

En particular, es de vital importancia evitar que estas reformas sean adoptadas en forma parcial, o que sean adoptadas tan sólo para modificarlas al poco tiempo. Ello significa que su adopción – y el llevar a Guatemala a la vanguardia de la modernidad en políticas monetarias y cambiarias -- , debe hacerse sin caer en las tradicionales políticas del “*péndulo,*” que han caracterizado en el pasado tanto a Guatemala como a otros países latinoamericanos.

Si se llevan a cabo las políticas fiscales, monetarias y estructurales discutidas en las secciones anteriores de este documento, y se evita el síndrome del “péndulo,” a mi juicio el sistema aquí propuesto de “limitada flexibilidad” contará con la necesaria credibilidad, y será altamente exitoso.

- El sistema propuesto tiene dos fortalezas: Primero, los márgenes de tolerancia (+/- 15%) son suficientemente amplios e incluyen una amplísima gama de valores posibles para el tipo de cambio de equilibrio. Por ello, la autoridad no tendrá que gastar esfuerzos – ni reservas internacionales -- defendiéndolos.
- Si bien las reservas internacionales no son lo suficientemente altas como para hacer frente a ataques especulativos masivos, la reciente acumulación de estas reservas por parte del Banguat si le permitirán responder a mini-ataques. Dada la amplitud inicial de los márgenes de tolerancia, no es de esperar que se produzcan ataques serios y la probabilidad de que se produzcan mini-ataques es muy baja. Más aún, el sistema propuesto contempla, explícitamente, un mecanismo para la acumulación de reservas. Como la experiencia de México ha demostrado este mecanismo no es desestabilizador.

- Las predicciones de los diferentes agentes económicos entrevistados en el contexto de este estudio están todas dentro de los valores cubiertos por los márgenes de tolerancia. De hecho, tomando como punto de referencia Q 7.75 por US\$, en el momento de su lanzamiento el valor del límite de tolerancia superior tendría un valor de casi 9 quetzales por dólar, mientras que el límite de tolerancia inferior se ubicaría en unos 6.6 quetzales por dólar. Con una meta de inflación del 5% entre Agosto 2000 y Julio 2001, el tipo de cambio tendría márgenes de fluctuación, a mediados del próximo año, de aproximadamente 9.18-6.79 quetzales por dólar.¹⁵

La adopción de este régimen cambiario de transición tiene un número de ventajas. Primero, introduce una combinación de *credibilidad y flexibilidad*. Segundo, este sistema tiene algunas similitudes analíticas con un sistema de flotación con intervención del gobierno, práctica actual del Banguat. No obstante, el régimen aquí propuesto provee de criterios para la acción de la autoridad conocidos por todos los agentes económicos. Más aun, en contraste con el sistema actual – donde se le permite una fluctuación extremadamente limitada al tipo de cambio --, el sistema propuesto contempla márgenes amplios.

El público estará en conocimiento que cuándo el tipo de cambio nominal se acerque al límite de tolerancia el Banguat reaccionará, aumentando las tasas de interés de corto plazo. Hoy, por el contrario, los criterios de intervención no son bien entendidos y muchas veces son percibidos como caprichosos. Esto introduce incertidumbre, perjudica la credibilidad de la política cambiaria, y resulta en un grado excesivamente elevado de riesgo-país.

En la medida que este sistema se implemente de modo creíble, se debe esperar los siguientes desarrollos en el corto plazo:

- Una reducción en el grado de incertidumbre que ha estado rondando en torno a la política monetaria/cambiaria hasta ahora. Esto debe tener un número de efectos positivos. Primero, permitirá caídas adicionales en las tasas de interés domésticas. Segundo, esto generará un mayor incentivo para incrementar la inversión extranjera directa. La combinación de estos dos factores ayudarán a darle un impulso adicional al crecimiento.
- La inflación caerá sostenidamente. El sistema aquí propuesto está dirigido a producir una reducción paulatina de la inflación. Esto, sin embargo, no será producto de inercia inflacionaria. De hecho, lo más probable es que en la medida que la nueva política cambiaria y el sistema de “inflation targeting” ganen credibilidad, la inercia inflacionaria tenderá a reducirse.

¹⁵ Este es un cálculo aproximado que ignora posible errores de predicción iniciales, así como la curvatura.

- Contribuirá a generar un incremento en el grado de competitividad de las exportaciones y en consecuencia una mejora en el desempeño de ellas. [Ello, desde luego, no significa que se puedan desatender otras políticas tendientes a fortalecer las exportaciones, incluyendo las medidas sugeridas en el Programa de Competitividad.]
- En la medida que otras reformas estructurales y macroeconómicas se implementen, esto se traducirá en mayor eficiencia y por tanto en potencial de crecimiento, especialmente permitiendo un aumento en la productividad total de los factores, medida que, como se vio en la Sección II de este estudio ha tenido un pobre comportamiento histórico en Guatemala..
- La existencia de un margen de tolerancia (muy) amplio para el tipo de cambio, el cual pone un límite a la depreciación, debe incentivar un grado de disciplina mayor por parte de las autoridades. Esto propiciará tasas de inflación menores que si no existiera tal techo. Por otra parte, el hecho que la banda tenga un desplazamiento y un ancho razonable significa que existe suficiente espacio para que el tipo de cambio nominal se acomode y absorba shocks externos.

Una Posible Variante del Sistema Cambiario Propuesto

Es posible argumentar que la implementación de un nuevo sistema cambiario es un proceso complejo que, muy probablemente, requerirá de ajustes durante su proceso de puesta en marcha.

Dentro de esta línea es posible pensar, entonces, que al menos durante una primera etapa, el Banguat no deba divulgar todos los detalles de su nueva política. Ello le permitiría, en principio, hacer ajustes a algunos aspectos específicos de ella, sin perder credibilidad. Al respecto, es posible pensar en las siguientes variantes (menores) a la propuesta presentada en este documento:

- El “tipo de cambio de referencia” es calculado por el Banguat, y utilizado como punto de referencia de la manera descrita anteriormente. Sin embargo, su valor no es comunicado al público.
- La amplitud de los “márgenes de tolerancia” no son comunicados al público en su detalle total.

El enfoque anterior significa, naturalmente, que el Banguat debe hacer anuncios más bien generales. Se dirá, por ejemplo: “El nuevo sistema cambiario será de flexibilidad amplia, donde se le permitirá al tipo de cambio fluctuar sin interferencia por parte de la autoridad.¹⁶ Sin embargo, si las fluctuaciones cambiarias son excesivas, y ponen en

¹⁶ Excepto por los mecanismos automáticos de compra por opciones, y ventas gatilladas por broncos excesivos en un día.

peligro a la meta inflacionaria, la autoridad ajustará las tasas de interés de acuerdo a su política de “inflation targeting.” Al mismo tiempo la autoridad se reserva el derecho de participar esporádicamente en el mercado cambiario. Esto, sin embargo lo hará en casos excepcionales y solo cuando la variación del tipo de cambio exceda los márgenes que son considerados “normales” bajo sistema de flotación libre.”

Posibles Objeciones al Sistema Cambiario Propuesto

El sistema cambiario de “flexibilidad limitada” aquí propuesto representa una reforma importante a las políticas tradicionalmente seguidas por Guatemala. Por esa razón es posible que algunos analistas tengan objeciones sobre la propuesta. A mi juicio, las objeciones habituales hacia este tipo de sistema no son lo suficientemente profundas como para invalidarlo. Ello no significa, desde luego, que estas objeciones tengan cierta validez, y que, en particular, ellas apunten a la necesidad de implementar la reforma en forma cuidadosa, evitando apresuramientos e improvisaciones.

Una posible objeción a las reformas aquí propuestas es que este tipo de sistema no ha funcionado en el pasado en Guatemala. La respuesta a estas objeción tienen cuatro partes:

1. Este sistema novel e integral *no* ha sido implementado en el pasado, en Guatemala. Debe recordarse que lo que aquí se propone es un programa de reforma de la política monetaria y cambiaria en su conjunto.
2. En el pasado se ha experimentado brevemente con sistema tradicionales de banda cambiaria. Lo aquí propuesto no es un sistema de banda cambiaria tradicional. Ello por varias razones: Primero, los márgenes de tolerancia aquí propuestos son muy amplios. Segundo, hay políticas claras y preestablecidas de acción por parte de la autoridad.
3. En el pasado – en Guatemala y en otros países – las bandas cambiarias estrechas han sido usadas como un mecanismo para resistir devaluaciones masivas. Este no es el caso en la presente propuesta. Al contrario, la propuesta aquí presentada tiene como objetivo permitir – no evitar – mayores movimientos en el tipo de cambio. A pesar de ello, mi predicción es que si este sistema se implementa en el corto plazo, el tipo de cambio no se acercará a los límites de los márgenes de tolerancia. Ello porque, como se dijo, hoy en día no existen mayores presiones sobre el valor del dólar.
4. En el pasado el sistema tradicional de bandas fue implementado con bandas estrechas y por un plazo corto, después del cuál era abandonado. Vale decir, en el pasado las “bandas” estuvieron sometidas al tratamiento del “péndulo.” Explícitamente la propuesta aquí planteada debe evitar ese tipo de comportamiento pendular.

También se puede aducir que este sistema de “flexibilidad limitada” producirá una alta volatilidad en el tipo de cambio. La experiencia histórica de los países latinoamericanos que han adoptado un sistema cambiario de flotación – Brasil, Chile y México – sugiere que en la medida en que las políticas monetaria y fiscal sean prudentes el tipo de cambio nominal no exhibe una variabilidad excesiva. Es recomendable, sin embargo, implementar un sistema de coberturas cambiarias a futuro, para así permitir a los empresarios y otros agentes económicos protegerse del riesgo cambiario a través de operaciones de “hedging.”

Finalmente, es posible argumentar que un sistema de tipo de cambio fluctuante no es eficiente ni efectivo en una economía dolarizada de facto. Si bien esta consideración no puede ignorarse, ella ha sido exagerada; investigaciones recientes sugieren que aun con un grado sustancial de dolarización de facto un sistema flotante es efectivo, permitiendo la implementación de una política monetaria independiente y activa.¹⁷ Adicionalmente, el grado de dolarización de la economía guatemalteca es muy bajo, en comparación con otros países de América Latina. Las experiencias de Brasil y México, con grados de dolarización similar a los de Guatemala han sido extremadamente positivas con un sistema de tipo de cambio fluctuante. Una importante consideración, sin embargo, es que al adoptarse las recomendaciones presentadas en este informe debe velarse porque no aumente el grado de dolarización de la economía.

VII. RESUMEN Y CONCLUSIONES

En este informe se ha presentado una evaluación y una serie de recomendaciones sobre las políticas monetarias y cambiarias en Guatemala.

Aun cuando el objetivo del estudio ha sido las políticas monetaria y cambiaria, el análisis ha cubierto el tema más general de las políticas macroeconómicas globales. También se ha hecho una breve evaluación – incluyendo recomendaciones – con respecto a la política fiscal.

Las principales conclusiones del estudio se encuentran resumidas en el Cuadro 4 en forma esquemática. Como puede apreciarse, allí aparece una columna sobre diagnóstico, una segunda sobre consecuencias más probables de mantener el status quo y no introducirle cambios al sistema actual. La cuarta columna contiene un resumen de las principales recomendaciones hechas en este estudio.

Es importante enfatizar que las propuestas aquí presentadas representan un todo coherente, y que para lograr una máxima efectividad deben ser implementadas en su conjunto.

¹⁷ Estas investigaciones han sido llevadas a cabo por el profesor A. Velasco de New York University.

Una pregunta importante se refiere a la *calendarización* de las propuestas aquí hechas. Existe consenso entre los expertos en que un sistema de “inflation targeting” toma unos 18 meses en implementarse. El reciente caso de Brasil, sin embargo, sugiere que es posible hacerlo en un lapso mucho más corto – entre 6 y 8 meses -- del normalmente considerado.

En el caso de Guatemala, sin embargo, se recomienda considerar un horizonte de 12 a 15 meses para poner en marcha un proceso de “inflation targeting,” inicial, caracterizado por los dos pilares que hoy en día usa el Banco Central Europeo. Durante este período es necesario preparar el terreno, tanto a nivel puramente técnico, como educativo con el público.

Dos aspectos de política son impostergables, y deben enfrentarse de inmediato para evitar que Guatemala se mueva en la dirección de una crisis:

- ❑ El ajuste fiscal, ya discutido.
- ❑ La implementación de medidas tendientes a solucionar la crisis bancaria, y a solidificar la posición de la banca privada.

Al mismo tiempo, es importante enfatizar que es hay una serie de medidas monetarias que pueden, y deben, tomarse antes de que el sistema de “inflation targeting” se encuentre plenamente en operaciones. En particular, se recomienda implementar de las siguientes medidas, sin retraso:

- ❑ Modificar el procedimiento utilizado para computar el encaje de los bancos, de modo de reducir su impacto sobre las tasas de interés.
- ❑ Darle mayor importancia a la tasa de interés de corto plazo en la conducción de política monetaria. Ello significa seguir avanzando en el proceso de modernización ya iniciado.
- ❑ Modificar la modalidad de subastas de OMAS. En particular, al realizar las subastas se debe tener cuidado de no influir en todas las tasas a lo largo de la curve de rendimientos.

Posiblemente la pregunta más difícil dice relación con el momento en que deba implementarse el nuevo sistema cambiario. La razón es que el nuevo régimen debe empezar con márgenes de tolerancia amplios, para así desincentivar a los especuladores y asegurarse que la política del péndulo no se produce. En ese sentido, no es aconsejable empezar con márgenes estrechos y después ampliarlos. Por ello, se recomienda empezar esta reforma en diciembre-enero, cuando ya se hayan hecho la mayoría de los avances para el “inflation targeting,” y cuando el rol de la tasa de interés en la conducción

monetaria sea más prominente. Más aun, en ese momento se tendrá alguna información sobre el grado de avance de las medidas fiscales.

CUADRO 1: Tasas de Crecimiento Promedio en América Central

	1981-1990	1991-1999
Costa Rica	2.2%	4.1%
El Salvador	-0.4%	4.4%
Guatemala	0.9%	4.2%
Honduras	2.4%	3.1%
Nicaragua	-1.5%	3.2%
Panamá	1.4%	4.7%

Fuente: CEPAL

Cuadro 2: Estimaciones de la Tasa de crecimiento de la Productividad Total de los factores, 1950-1999

	50-60	60-70	70-80	80-90	91-99
<i>93 Países a Nivel Mundial</i>					
Mediana	1.2	1.8	1.1	0.8	Nd
Promedio	1.3	1.5	1.0	0.3	Nd
América Latina					
Mediana	1.1	1.8	1.3	-0.3	0.4
Promedio	1.1	1.7	1.2	-0.5	0.7
<i>Guatemala</i>	0.1	1.7	1.9	-2.7	0.4

Fuentes: Los datos para los años 50 a 90 han sido calculados por el autor a partir de una estimación econométrica usando un sistema error aleatorio sobre un panel de 93 países. Los datos para 1991-99 para los países de América Latina fueron calculados por Goldman-Sachs. Los datos para los noventa para Guatemala son de J.A. Fontaine “La Política Macroeconómica en Guatemala” , CIEN, 2000.

CUADRO 3
Regresión entre Títulos Públicos en Poder de los Bancos
Y Rendimiento de los OMAS

Dependent Variable: TIT_PUB_CAR

Method: Least Squares

Date: 07/01/00 Time: 11:17

Sample(adjusted): 1999:02 2000:03

Included observations: 14 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OMA__182(-1)	0.863283	0.114274	7.554496	0.0000
C	-9.510983	5.092886	-1.867503	0.0887
TIT_PUB_CAR(-1)	0.929139	0.117564	7.903277	0.0000
R-squared	0.885893	Mean dependent var		36.02143
Adjusted R-squared	0.865146	S.D. dependent var		2.684336
S.E. of regression	0.985754	Akaike info criterion		2.996589
Sum squared resid	10.68882	Schwarz criterion		3.133530
Log likelihood	-17.97612	F-statistic		42.70033
Durbin-Watson stat	1.878428	Prob(F-statistic)		0.000007

Cuadro 4: Síntesis de Diagnóstico, Recomendaciones y Resultados del Status Quo

Política	Diagnóstico	Consecuencias del Status quo	Recomendaciones
<p>A. Política Macroeconómica General</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ “Mix” inadecuado, caracterizado por política fiscal expansiva y monetaria restrictiva ▪ Potencial de mayor desequilibrio por costo de resolver crisis bancaria 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Continuación de tasas de interés elevadas ▪ Desaceleración de la tasa de crecimiento ▪ Posibles desbordes del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en un periodo de 18 meses 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Alterar el “mix” de política macroeconómica ▪ Implementar una política fiscal equilibrada ▪ Sujeto a lo anterior, permitir una política monetaria más desahogada, implementada a través de los nuevos procedimientos
<p>B. Política Fiscal</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Déficit a un nivel no-sostenible ▪ Verdadero déficit 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tasas de interés elevadas ▪ Deuda pública aumentando a un ritmo peligroso 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Enfrentar crisis bancaria a la brevedad, para evitar mayores incertidumbres sobre la evolución de los

	<p>subestimado, debido a no inclusión de cambio en pasivos contingentes del sector público</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Sistema impositivo con serias deficiencias de diseño; impuestos que distorsionan a la actividad económica 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desequilibrio externo creciente en el mediano plazo ▪ Volatilidad cambiaria generada por expectativas inestables y mayores tasas de interés 	<p>pasivos contingentes del sector público. Esta medida, de gran urgencia, tiene adicionales efectos positivos, incluyendo permitir un mayor ritmo de actividad económica</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Implementar las medidas recomendadas por la comisión técnica del Pacto Fiscal ▪ Aumentar la tasa del IVA ▪ Eliminar gran número de exenciones fiscales □ Reducir el déficit del gobierno central a un rango de 0.5 - 1.0% del PIB en dos años, a través de reducciones bien
C. Política Monetaria/ Cambiaria	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Esquema de política monetaria/cambiaria sujeta a “imposibilidad de la Santísima Trinidad,” lo que genera un desequilibrio 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ciclos de inestabilidad macroeconómica – y especialmente de tasas de interés – continuarán. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Resolver la inconsistencia creada por la actual situación de “imposibilidad”

	<p>recurrente en le mediano y largo plazo</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Situación de “imposibilidad” ha resultado en altas (aunque decrecientes) tasas de interés ▪ Desintermediación bancaria ▪ Emisión de OMAs a una tasa no sostenible 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Stock de OMAs elevándose por encima de su nivel recomendable ▪ Desaceleración de la actividad económica en el corto plazo. ▪ Aumento de tasas de interés hacia fines del año 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 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 esta tabla para un resumen de la propuesta específica)
D. Política Monetaria	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 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 ▪ A pesar de modificaciones, emisión continúa teniendo 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tasas de interés altas e inestables ▪ Períodos de estrechez de liquidez, seguidos por abundancia y pérdida de reservas internacionales en los próximos 8 a 10 meses ▪ Crecientes pérdidas del Banguat 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Continuar con el proceso de modernización de la conducción de política monetaria ▪ Dar pasos siguientes para tener plenamente en operaciones un sistema de “inflation targeting” en 12 a 15 meses

	<p>un rol preponderante – como meta intermedia – en la conducción de la política monetaria</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Multiplicador bancario altamente inestable ▪ Desintermediación bancaria en parte responsable por altas tasas de interés; causas varias incluyendo esterilización de in-flujos de capitales y debilidades en el sector corporativo lo que lo hace más riesgoso ▪ Modalidad de com-puto de los encajes bancarios inadecuada, contribuyendo a inestabilidad de tasas ▪ Política de OMAs centrada en más de una madurez, generando tensión en la curva de rendimientos 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Actividad especuladora creciente para aprovechar tensión de la curva de rendimientos 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desincentivar el uso de la emisión como meta intermedia ▪ En la transición a un “inflation targeting” completo seguir un sistema de dos pilares similar al del Banco Central Europeo ▪ Utilizar la tasa de interés de corto plazo (28 días) como instrumento de política monetaria ▪ 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
--	--	--	--

			<ul style="list-style-type: none"> ▪ 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
<p>E. Política Cambiaria</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Inestabilidad de tasas de interés ▪ Especulación cambiaria ▪ Aumento del riesgo de país, con consecuente incremento en costo del 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Recomendación <i>estratégica</i> es adoptar un sistema cambiario flexible, al tiempo que se mantiene la independencia de la política monetaria ▪ El sistema que se

	<p>por US\$</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Este sistema es una causal fundamental de la inestabilidad macro en Guatemala en los últimos años ▪ Aumento de reservas internacionales ha sido positivo, pero sistema actual no es sostenible. Una decisión con respecto a su reforma es requerido ▪ Guatemala no se encuentra en condiciones de implementar un sistema de cambios "super fijo", estos es, ni caja de conversión ni dolarización 	<p>crédito</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 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. 	<p>recomienda es similar al imperante en Brasil, Chile y México</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ 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 significativamente 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.
--	---	---	--

			<ul style="list-style-type: none">▪ 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, el Banguat además participará en el mercado cambiario vendiendo o comprando 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.
--	--	--	--

			<p>Adicionalmente se recomienda establecer un procedimiento de venta limitada de las mismas en la eventualidad que el tipo de cambio experimente brincos muy elevados en un día. 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.”</p> <p>Como una forma de facilitar el funcionamiento del nuevo sistema se recomienda fomentar la creación de un mercado para coberturas cambiarias futuras (“forward market”)</p>
--	--	--	--