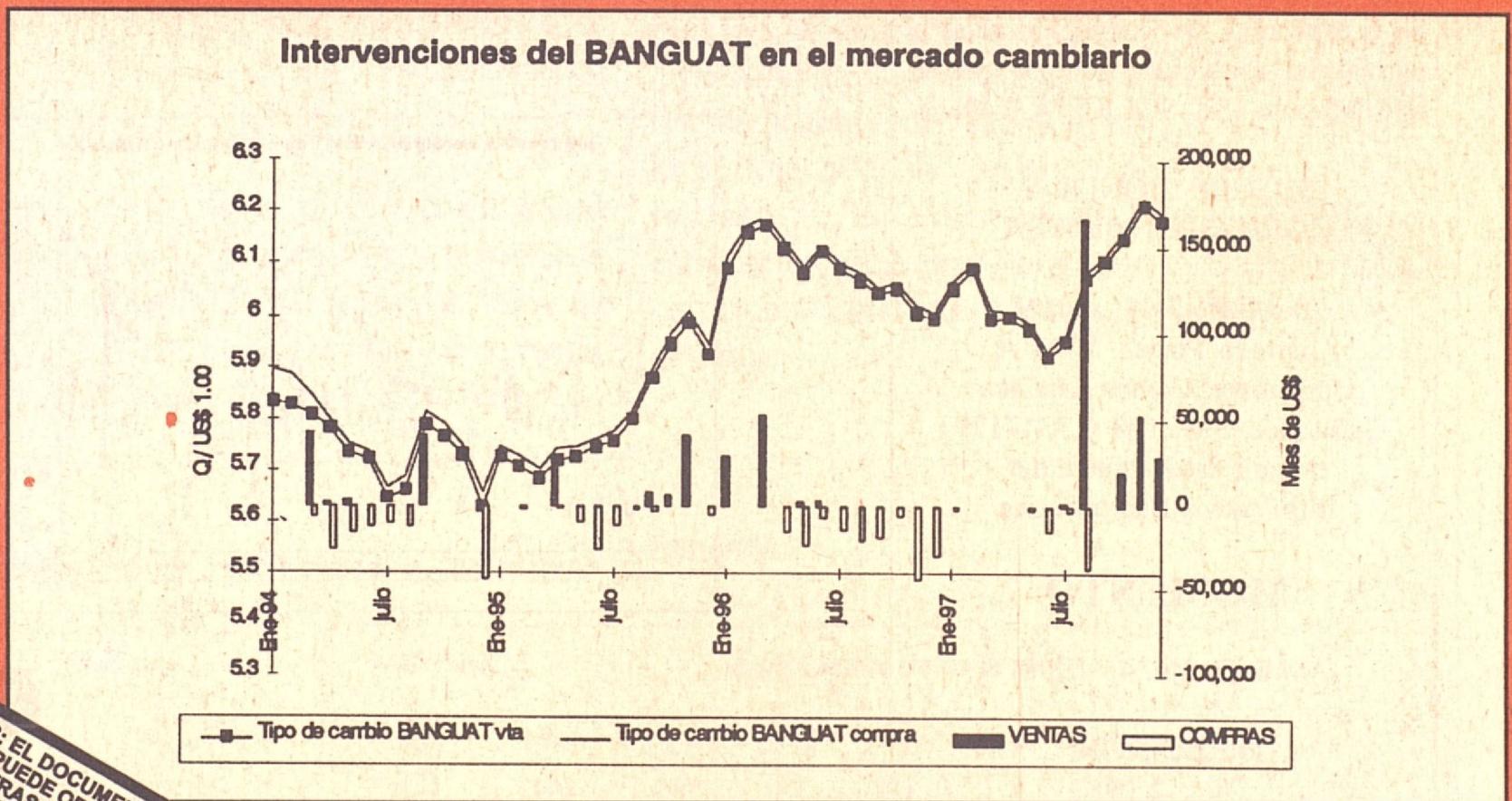


## Actividad Económica Nacional durante 1997 (2)

\* Sector monetario, cambiario y financiero



SINTESIS: EL DOCUMENTO COMPLETO PUEDE OBTENERSE EN NUESTRAS OFICINAS

**MOMENTO**

Es una publicación periódica del Departamento de Investigaciones de la Asociación de Investigación y Estudios Sociales (ASIES).

Las opiniones vertidas en sus páginas son las de los autores y no expresan necesariamente las de la Asociación.

Se deja constancia que debido a la imposibilidad de atender a todos los lectores que envían sus comentarios y efectúan preguntas a nuestra sección TRIBUNA ABIERTA, nos reservamos el derecho de publicar los comentarios y responder a las preguntas que, a nuestro juicio, sean de mayor interés para todos y estén más relacionados con los temas tratados en la revista.

Se autoriza la reproducción total o parcial del contenido, siempre que se cite la fuente. SE SOLICITA CANJE.

**SUSCRIPCIONES Y CORRESPONDENCIA**

10a. Calle 7-48, zona 9.  
Apartado Postal 1005 A  
Guatemala, Centro América  
Teléfonos: 3347178 y 3347179  
e-mail: asies@guate.net  
http://www.tikal.gt/asies

**MOMENTO**

Año 13 No. 4 - 1998

**DIRECCION:**

Irma Raquel Zelaya  
Arnoldo Kuestermann  
Carlos Escobar Armas

Autor:  
DICE

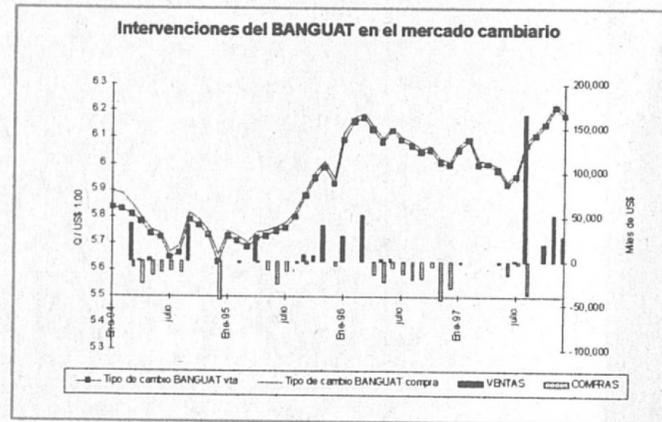
Departamento de Investigación y Consultoría Económica

**EDICION:**

PRO "MOMENTO"

**en este número:**

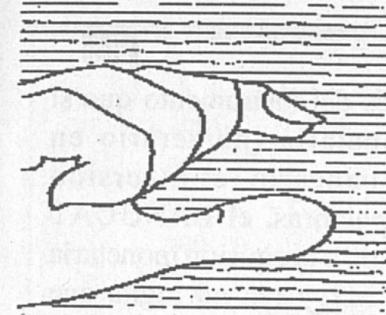
**1. Actividad Económica Nacional durante 1997 (2)  
Sector monetario, cambiario y financiero**



4

La Asociación de Investigación y Estudios Sociales (ASIES) de Guatemala, surgida en 1979 y fundada en 1982, es una entidad de carácter privado, de servicio, cultural y no lucrativa, formada por personas interesadas en la reflexión, análisis e investigación científica de la realidad nacional, con el objeto de estimular el interés general para la búsqueda y realización de soluciones concretas a la problemática atingente al país, inspirada en el principio de la participación ciudadana.

**Actividad Económica Nacional durante 1997  
Sector monetario, cambiario y financiero**



**Sector monetario, cambiario y financiero**

**La menor tasa de inflación oficial por muchos años**

En Guatemala la tasa de inflación se mide como la variación relativa en el tiempo en el nivel del índice de precios al consumidor (IPC) que estima el INE. Para eso se adopta una canasta familiar típica del consumo de un grupo representativo de diferentes estratos socioeconómicos, incluyéndose un total de 212 bienes y servicios que pertenecen a nueve diferentes agrupaciones.

El Cuadro 1 presenta la inflación anual acumulada a partir de 1990, donde contrasta la alta inflación con los niveles substancialmente menores en los años subsiguientes. Por tanto, según esas estimaciones oficiales, 1997 fue el año

con la menor tasa de inflación. Llama la atención que todos y cada uno de los rubros crecieron en menor medida que en 1996, lo cual es un logro significativo.

Las estadísticas de inflación, sin embargo, tienden a ser cuestionadas por dos razones. Una es que la encuesta de ingresos y gastos familiares que sirve para asignar las ponderaciones a rubros como alimentos y bebidas, educación, vestido y calzado, entre otros, se remonta a los años 1979-81.

La otra razón, sin embargo, quizá contribuya más a que se tome con tanto escepticismo las cifras oficiales de inflación. La muestra de precios que semanalmente realiza el INE se circunscribe al perímetro de la ciudad capital (en el pasado incluso se ha dicho que se circunscribe a establecimientos predeterminados de la zona 1), con lo cual la credibilidad completa del índice queda en duda.

**Cuadro 1  
Inflación Acumulada**

Grupos de consumo (1)	PONDER. (%) (2)	A diciembre de cada año							
		1990 (3)	1991 (4)	1992 (5)	1993 (6)	1994 (7)	1995 (8)	1996 (9)	1997 (10)
1. Alimentos y bebidas	42.252796	6.26	3.40	15.73	13.56	14.80	8.57	10.70	3.69
2. Gastos de vivienda	14.67425	45.69	20.43	12.88	19.55	11.00	10.17	10.33	9.36
3. Amueb. equipo mant. del hogar	9.80741	16.34	14.77	15.85	12.92	9.41	10.72	13.47	11.71
4. Vestido y calzado	10.06914	35.71	26.66	13.43	7.32	5.64	3.36	8.43	5.56
5. Asistencia médica	2.7088	80.52	12.53	13.38	5.24	8.54	8.65	10.56	5.79
6. Educación	2.44175	32.05	28.69	19.51	13.93	36.85	12.64	17.22	15.85
7. Transporte y comunicaciones	11.59248	90.10	4.53	11.06	2.77	4.56	8.73	12.94	17.13
8. Lectura y redacción	4.19997	36.77	20.57	8.93	4.75	4.13	9.78	5.98	4.59
9. Otros gastos de consumo	4.25341	41.43	21.50	13.78	10.66	7.22	7.54	9.79	7.46
Indice general	100	59.84	10.03	14.22	11.64	11.59	8.61	10.81	7.13

Todavía cabría señalar algo adicional: el IPC incluso podría no reflejar las presiones inflacionarias que ocurren en una economía. Esto se debería a que un IPC concentra su atención en el 'flujo' de bienes y servicios de una economía; sin embargo, también es posible que las presiones inflacionarias se canalicen hacia el 'stock' de bienes, es decir, hacia los activos y que, por tanto, sean estos los que experimenten las mayores alzas en precios. Esto se puede ilustrar con sencillez: en Guatemala, con la excepción de títulos públicos como los CDP o Certibonos, no existe mayor transacción en activos financieros (p.ej. acciones de empresas); la compra de bienes inmuebles pasa a substituir esa inversión en activos financieros, es decir, se convierte en un activo cuyo precio recibe las presiones inflacionarias que sólo en menor medida logra capturar el IPC. Alexander y Caramazza (1994) insisten en que el exceso de liquidez puede llegar a manifestarse primero en el precio de los activos y sólo hasta después en el flujo de los bienes y servicios. En términos locales y si se tiene en cuenta la inequidad en la distribución del ingreso que prevalece en el país, lo anterior significaría que el exceso de liquidez tiende a quedar en las manos del grupo más proclive a invertir en bienes inmuebles, y es hacia allí, entonces, donde se canalizarían las mayores presiones inflacionarias.

**La estrategia del BANGUAT**

Velar por la estabilidad de precios debe ser la principal función de un banco central; Guatemala no es, en ese sentido, ninguna excepción. En aras de alcanzar ese objetivo último de la política monetaria, el BANGUAT recurre a metas intermedias, es decir, a variables macroeconómicas que se estiman están estrechamente relacionadas con la meta última de la estabilidad de precios. Las variables preferidas por el BANGUAT son M1 y M2. Sin embargo, como el BANGUAT no ejerce un control directo sobre los medios de pago (entra también en juego el sistema financiero de un país),

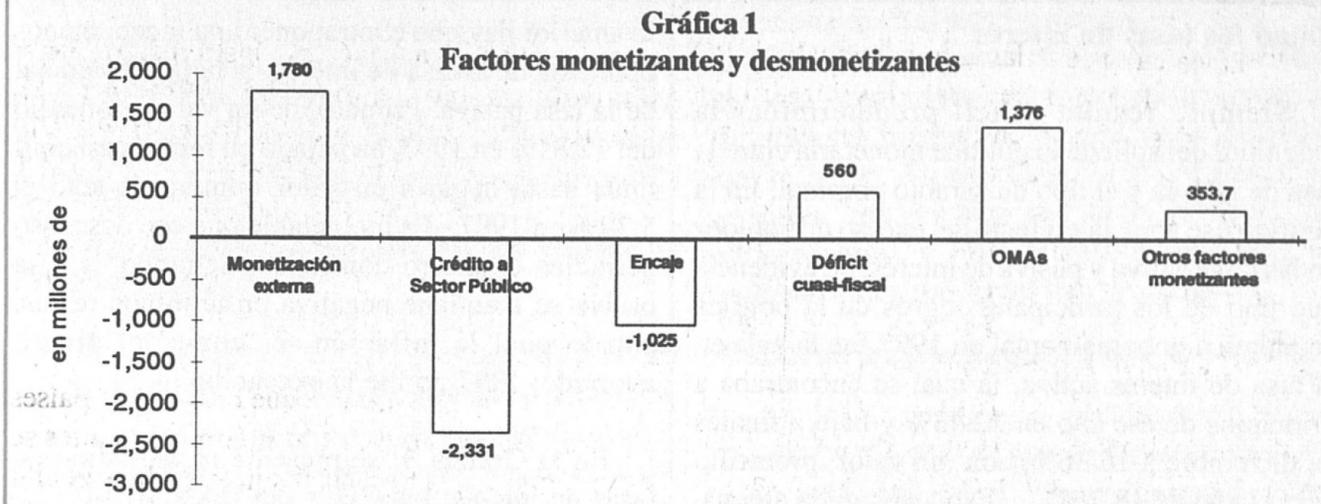
trata de dirigirlo a través del instrumento que sí controla: la base monetaria (numerario en circulación, encaje bancario e inversión obligatoria). En otras palabras, el BANGUAT manipula la base monetaria o la emisión monetaria para así incidir en M1 y M2, y a la vez lograr que estos agregados monetarios incidan en la forma deseada en la tasa de inflación.

No está de más señalar que en muchos países ya no se recurre a esas metas intermedias, pues se estima que las reformas financieras han vuelto inestables la relación entre instrumentos, metas intermedias y metas últimas. Lo usual en esos países es que se centre la atención en metas operacionales, p.ej. tipo de cambio nominal, tipo de cambio real o tasa de interés de corto plazo, lo cual -al menos en el primero y tercer caso- el BANGUAT también incluye en su manejo de la política monetaria.

La Gráfica 1 presenta un desglose mayor de los factores que contribuyeron a la emisión monetaria. Se creó emisión a través de la acumulación de RIN, la reducción de las OMAs y la permanencia de gastos y productos del BANGUAT (el déficit cuasi-fiscal). Los factores desmonizantes fueron: el fuerte aumento de los depósitos del gobierno en el BANGUAT y el mayor encaje de los bancos.

Esto es lo que respecta al primer eslabón de la cadena. Esa base monetaria incide en el segundo eslabón -la oferta monetaria- a través del multiplicador monetario. El control que sobre esto último ejerce el BANGUAT ya es más difuso, pues este eslabón se encuentra en gran medida determinado por decisiones del sistema financiero y por el llamado multiplicador monetario.

La oferta monetaria también ha experimentado un crecimiento sostenido en los últimos años. En los 90s, el numerario ha visto reducir su participación en M2, los depósitos monetarios la



han mantenido casi intacta, y el cuasidinero ha ganado terreno. En 1997, sin embargo, hubo cambios en esa tendencia: los depósitos monetarios se expandieron y los de ahorro y a plazo (componentes del cuasidinero) crecieron a un ritmo mucho más bajo. La explicación obvia es la baja en la tasa de interés pasiva que se alcanzó en 1997: bajó el costo de oportunidad de tener el dinero en depósitos monetarios, Cuadro 2.

**Cuadro 2**  
**Los agregados monetarios**

Rubro	Estructura 1990 (%)	Estructura 1997 (%)	Tasa crecimiento Nominal 1997 (%)
Numerario	25.7	19.0	21.0
Depósitos monetar.	17.9	15.7	34.4
M1	43.6	34.7	28.0
Cuasidinero	56.4	65.3	16.7
M2	100	100	21.2

Fuente: ASIES con base en datos del BANGUAT.

**Existen presiones para que aumente la inflación en 1998**

Con esto concluye el segundo eslabón de la cadena. ¿Cómo incide esto en el tercero y último eslabón, en la estabilidad de precios? Es decir, se sabe que la oferta monetaria no es el único factor aunque sí el más decisivo en la determinación de la inflación de un país, pero ¿qué tanto le acierta el BANGUAT a ese objetivo último a través de la

manipulación de la base monetaria o de la emisión primaria? El Cuadro 3 presenta las tasas de crecimiento de la base monetaria, M1 y M2 en los últimos tres años. Si se toma en cuenta que hay un rezago entre el uso de instrumentos por el BANGUAT, el tiempo requerido para que esos cambios incidan en la oferta monetaria, y el tiempo aún mayor para que incidan en la tasa de inflación, sería posible explicar la moderada tasa de inflación de 1997 por el crecimiento también moderado de la base monetaria en 1996 (6.37%) y de la oferta monetaria (11.68%). En relación a 1998, habrían presiones inflacionarias evidentes: la baja en la tasa de interés y la depreciación del tipo de cambio reflejan el relajamiento de la política monetaria, lo cual se corrobora con el crecimiento de los agregados monetarios en 1997: base monetaria (20.25%), M1 (27.97%) y M2 (21.21%). En otras palabras, nuevamente entraría en funcionamiento el rezago señalado arriba, y la tasa de inflación 1998 reflejaría las condiciones monetarias imperantes en 1997.

**Cuadro 3**  
**Tasa de crecimiento de la base monetaria M1 y M2 (%)**

Año	Base monetaria	M1	M2
1995	1.60	8.17	17.23
199	66.37	22.08	11.68
1997	20.25	27.97	21.21

Fuente: ASIES con base en datos del BANGUAT.

### Bajan las tasas de interés

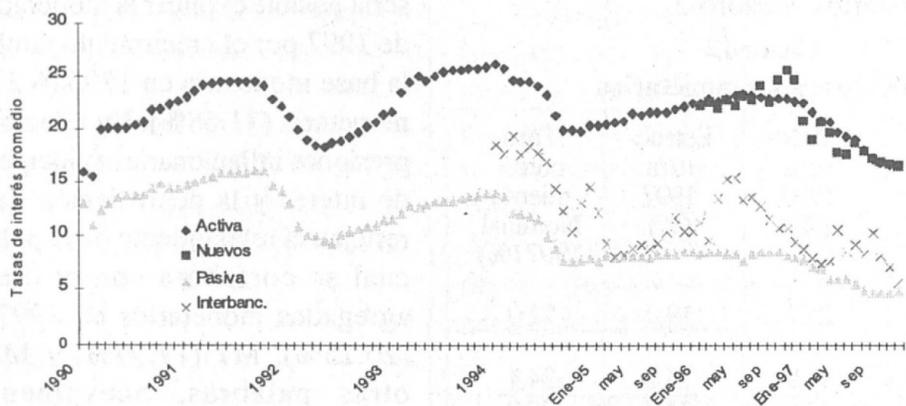
Siempre resulta difícil predeterminar la magnitud del split de la política monetaria entre la tasa de interés y el tipo de cambio nominal. En la Gráfica 2 se aprecia el efecto del exceso de liquidez en las tasas activa y pasiva de interés. Se evidencia que uno de los principales logros de la política económica gubernamental en 1997 fue la baja en la tasa de interés activa, la cual se encontraba a principios de ese año en 22.43% y bajó a finales de diciembre a 16.36%, con un valor promedio para el año de 18.79%. Eso, sin duda alguna, es muy positivo pues estimula la inversión productiva y favorece el crecimiento económico.

Sin embargo, a lo anterior hay que contraponer una faceta menos optimista de la Sin embargo, a

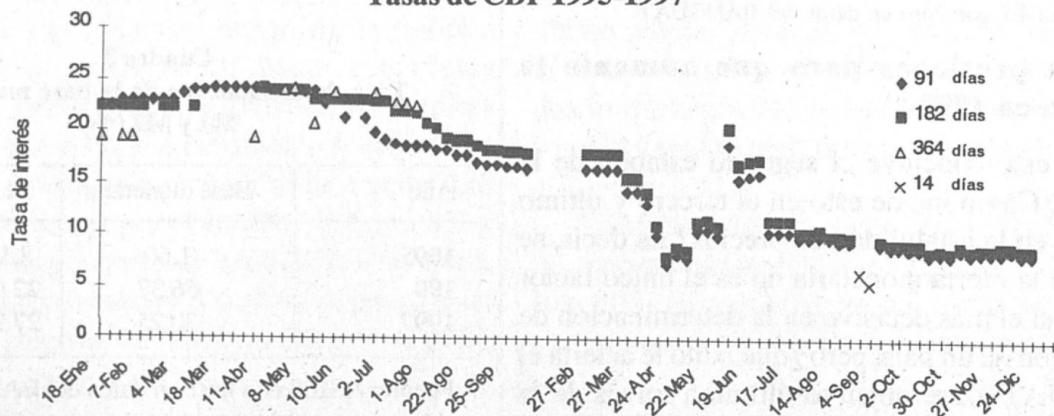
lo anterior hay que contraponer una faceta menos optimista de la tasa de interés: la baja substancial de la tasa pasiva. Primero, de un valor promedio del 12.85% en 1993, ha bajado en forma casi continua hasta llegar a un valor mínimo de sólo el 5.39% en 1997. Es inobjetable que ese descenso perjudica el ahorro doméstico. Segundo, la tasa pasiva se mantiene negativa en términos reales, con lo cual la inflación se 'come' el dinero ahorrado; 1997 no fue la excepción.

En la Gráfica 3 se presenta la evolución de tasas de interés: los CDPs del BANGUAT. La impresión que se tiene de los CDPs a tres meses (la tasa de interés de corto plazo que usualmente es el motivo central de preocupación de los bancos centrales) es que su valor ha disminuido en forma consistente, con lo cual el BANGUAT estaría

Gráfica 2  
Tasas nominales de interés



Gráfica 3  
Tasas de CDP 1995-1997



mostrando un alto poder sobre la determinación de la tasa de interés nacional, y daría a entender que el BANGUAT no se circunscribe a un seguimiento de instrumentos como la emisión primaria o de metas intermedias como M1 y M2.

### El tipo de cambio: otro instrumento monetario del BANGUAT

Ya se indicó arriba que el exceso de liquidez provocado por la política monetaria tuvo un split, incidiendo en la baja en la tasa de interés y en la depreciación del tipo de cambio nominal; a eso habría que añadir que el BANGUAT no permite que se manifieste un efecto pleno en la segunda variable, pues tiende a salir en su defensa.

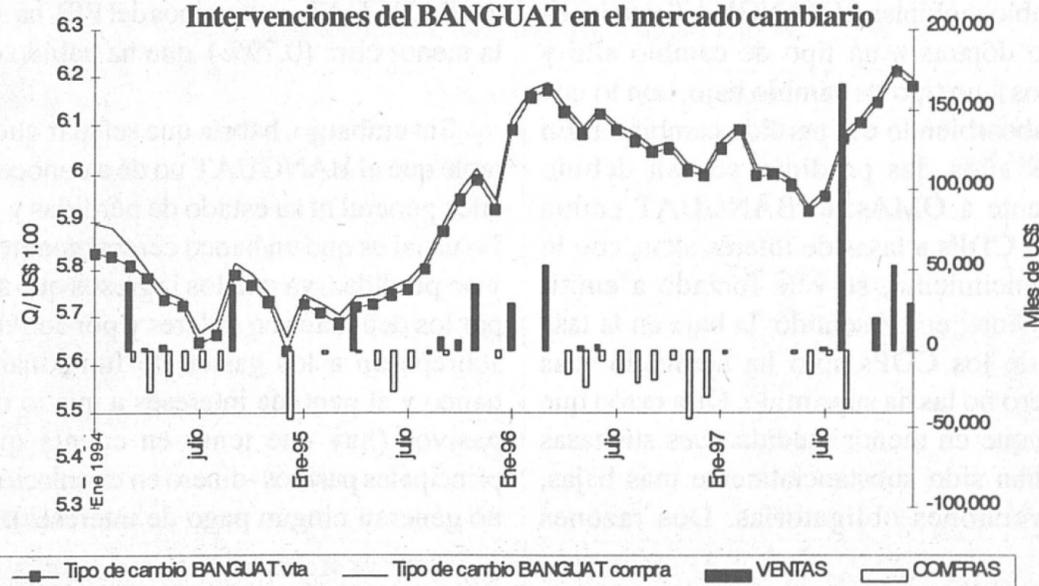
La Gráfica 4 permite apreciar lo anterior: se evidencia la depreciación nominal que se registró en el segundo semestre de 1997, fenómeno que era coincidente con la baja en la tasa de interés. También se muestran las intervenciones del BANGUAT: éste sale a vender cuando la tendencia es hacia la depreciación del quetzal, mientras que compra cuando la tendencia es hacia la apreciación. Ese tipo de intervenciones se evidenció más en el transcurso de 1997, cuando hubo presiones fuertes hacia la depreciación. El BANGUAT, en otras palabras, no sólo interviene para contrarrestar fuerzas especulativas o para atenuar factores

estacionales en el ingreso y egreso de divisas, sino también para mantener el tipo de cambio dentro de una franja implícita, no oficial, que sus autoridades juzgan acorde con tasas moderadas de inflación. En esa forma, casi se tiene en la práctica una política de 'ancla nominal anti-inflacionaria', o sea, se trata de anclar la tasa inflacionaria a través del tipo de cambio.

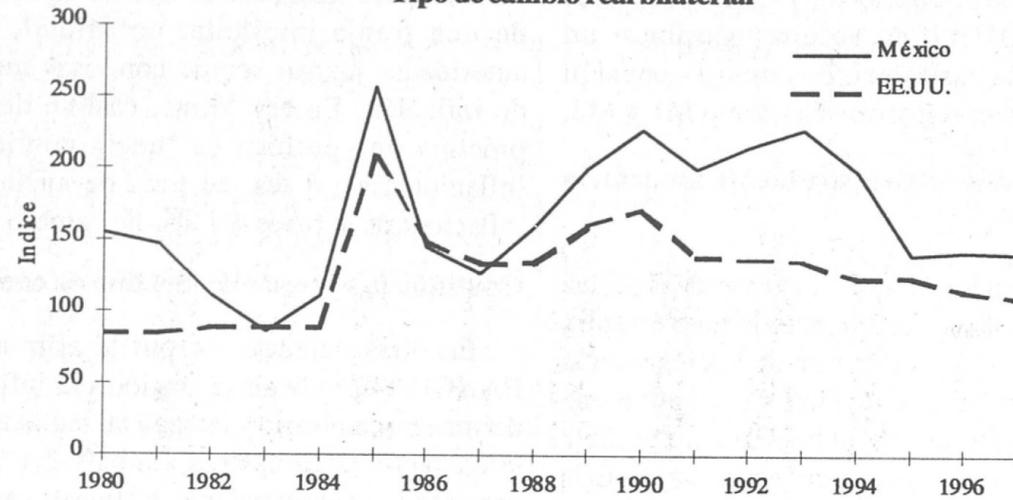
### Continúa la apreciación del tipo de cambio real

En otras palabras, se puede afirmar que el BANGUAT privilegia la función anti-inflacionaria del manejo cambiario y relega a un segundo término la competitividad externa del país. La Gráfica 5 presenta el comportamiento del tipo de cambio real bilateral en relación al dólar de los EE.UU. y al peso mexicano. El quetzal se depreció con respecto al dólar entre 1986 y 1990; con respecto al peso mexicano, la depreciación fue más pronunciada y prolongada y alcanzó su punto máximo en 1993. Una segunda tendencia, sin embargo, se observa a partir de 1991: el quetzal se ha apreciado con respecto al dólar y de 1994: se ha apreciado con respecto al peso mexicano. En 1997 el quetzal siguió la apreciación con respecto al dólar (-8.5%) y se estancó en relación al peso (0.7%). Desde 1991, la apreciación acumulada del quetzal respecto al dólar llega al 45%.

Gráfica 4  
Intervenciones del BANGUAT en el mercado cambiario



**Gráfica 5**  
Tipo de cambio real bilateral



**Baja el déficit cuasi-fiscal del BANGUAT**

Los bancos centrales originan recursos propios a través de diferentes mecanismos, tal como los intereses que perciben sus activos externos. Los bancos centrales, sin embargo, también generan pérdidas, en especial cuando carecen de autonomía ante el gobierno central, p.ej. subsidia el déficit fiscal, rescata bancos privados en quiebra, paga deuda externa a tipos de cambio preferenciales o asume la deuda externa del sector privado.

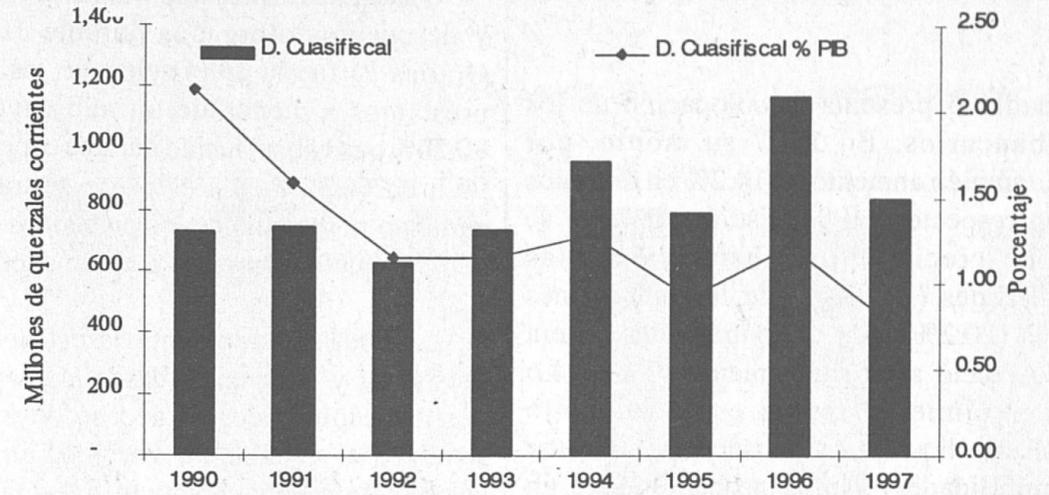
En Guatemala las pérdidas operacionales tuvieron un origen cambiario. Bajo la política de tipos de cambio múltiples, el BANGUAT terminaba adquiriendo dólares a un tipo de cambio alto y vendiéndolos a un tipo de cambio bajo, con lo que terminaba absorbiendo esa pérdida cambiaria. En los últimos años, las pérdidas se han debido principalmente a OMAS: el BANGUAT emitía Cenvacus y CDPs a tasas de interés altas, con lo que a su vencimiento, se veía forzado a emitir inorgánicamente; en tal sentido, la baja en la tasa de interés de los CDPs sólo ha atenuado esas pérdidas, pero no las ha suprimido. Otra razón que incidió, aunque en menor medida pues sus tasas de interés han sido substancialmente más bajas, son las inversiones obligatorias. Dos razones

adicionales han sido el presupuesto de egresos del BANGUAT y el servicio de su deuda externa. Hasta la fecha, los intereses devengados por las reservas internacionales colocadas en el extranjero no han sido del monto suficiente como para cubrir los gastos del BANGUAT, con lo que el resultado ha terminado siendo un déficit cuasi-fiscal.

La Gráfica 6 muestra el comportamiento del déficit cuasi-fiscal para los últimos años. Su monto ha sido positivo, lo cual indica que necesariamente ha sido inflacionario; sin embargo, en términos del PIB su valor ha sido moderado, fluctuando alrededor del 1%. En 1997 el déficit cuasi-fiscal del BANGUAT, en términos del PIB ha sido incluso la menor cifra (0.79%) que ha habido en los 90s.

Sin embargo, habría que señalar que es lamentable que el BANGUAT no dé a conocer ni su balance general ni su estado de pérdidas y ganancias. Lo usual es que un banco central genere utilidades y no pérdidas, ya que los ingresos que se perciben por los depósitos en dólares y por activos internos sobrepasan a los gastos de funcionamiento del banco y el pago de intereses a que lo obligan sus pasivos (hay que tener en cuenta que los dos principales pasivos -dinero en circulación y encaje- no generan ningún pago de intereses).

**Gráfica 6**  
Déficit Cuasifiscal 1990-1997



**La baja en la tasa de interés cambia las fuentes de financiamiento bancario**

Los bancos son la dimensión microeconómica, el último eslabón en la cadena de la política monetaria. El Cuadro 4 muestra las fuentes de financiamiento de los bancos. En 1997 el crecimiento real fue del 14.2%, al subir los pasivos a una tasa superior a la del capital. Lo más relevante fue el fuerte crecimiento de los depósitos monetarios (34.9%), el crecimiento moderado de los depósitos de ahorro (15.5%), la reducción de las obligaciones financieras (-3.4%), y el

crecimiento también moderado del capital (12.4%). Sin duda alguna, la razón que existe detrás de esa recomposición de las fuentes de financiamiento responde a la baja en las tasas de interés pasivas y desestímulo al ahorro que esto trae consigo o, lo que es lo mismo, el cuentahabiente no tiene mayor aliciente para mover su dinero de depósitos monetarios hacia depósitos de ahorro, y termina optando por los primeros. Esta recomposición de los pasivos estaría reduciendo el costo de los bancos, pero a la vez introduciéndole una fuerte inestabilidad a sus pasivos, pues los pasivos de corto plazo (en particular los depósitos monetarios) tienden a ser en extremo volátiles.

**Cuadro 4**  
Las fuentes de financiamiento de los bancos

Rubro Estructura	Estructura prom. 1990-96 (%)	Estructura 1997 (%)	Tasa de crecimiento real 1997 (%)
Depósitos monetar.	19.87	26.92	34.9
Depósitos ahorro	44.17	28.67	15.5
Otros depósitos	5.07	6.36	54.5
Créditos obtenidos	5.29	8.13	5.2
Obligaciones finan.	6.62	16.52	-3.4
Cuentas por pagar	8.03	3.67	0.2
Otros pasivos	2.99	1.86	-40.6
Capital contable	7.96	7.81	12.4
Total pasivos + cap.	100	100	14.2

Fuente: ASIES con base en datos de la Superintendencia de Bancos.

**Los créditos crecen, pero menos que otros activos**

El Cuadro 5 presenta la colocación de los activos bancarios. En 1997 su monto, por supuesto, también aumentó en 14.2% en términos reales con respecto a 1996. Ese crecimiento se debió a un crecimiento substancial de las disponibilidades (25.6%) y de las inversiones temporales (20.2%); por el contrario, la cartera de crédito creció a un ritmo menor (7.1%). Lo que ese crecimiento revela es un aumento substancial en la liquidez de los bancos (al aumentar las disponibilidades) y muy probablemente un aumento también fuerte en el crédito al gobierno (al aumentar las inversiones temporales), con lo que se estaría dando un movimiento hacia una posición conservadora, en detrimento de créditos al sector privado, que conllevan una mayor dosis de riesgo.

Una característica importante de los préstamos y descuentos otorgados durante 1997 (ver la Gráfica 7) fue la ampliación de los plazos: los préstamos a menos de un año cayeron de un 80.26% que habían tenido durante el período 1992-96 a un 66.32% en 1997; esto se tradujo en un aumento porcentual de los préstamos hasta cinco años y aquellos mayores a cinco años.

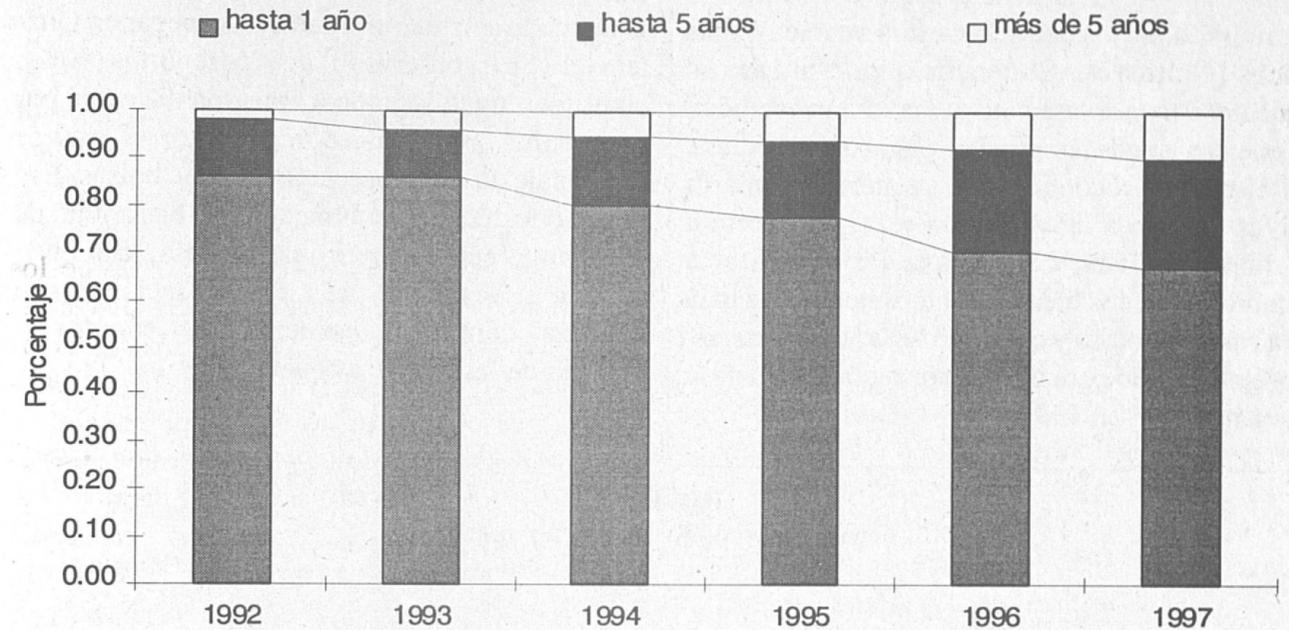
La Gráfica 8 presenta la estructura de los préstamos y descuentos desde la perspectiva del destino económico. El acceso de los diversos sectores al crédito ha variado, en ocasiones substancialmente, respecto a la participación promedio que tuvieron durante el período 1992-96. Casi todos los sectores han visto disminuir su participación, en particular: agricultura y ganadería, industria manufacturera y comercio. Esa baja se ha compensado con un aumento considerable en la participación del crédito al consumo y otros (subida hasta cierto punto preocupante), y en menor medida a la construcción.

**Cuadro 5**  
**Los activos bancarios**

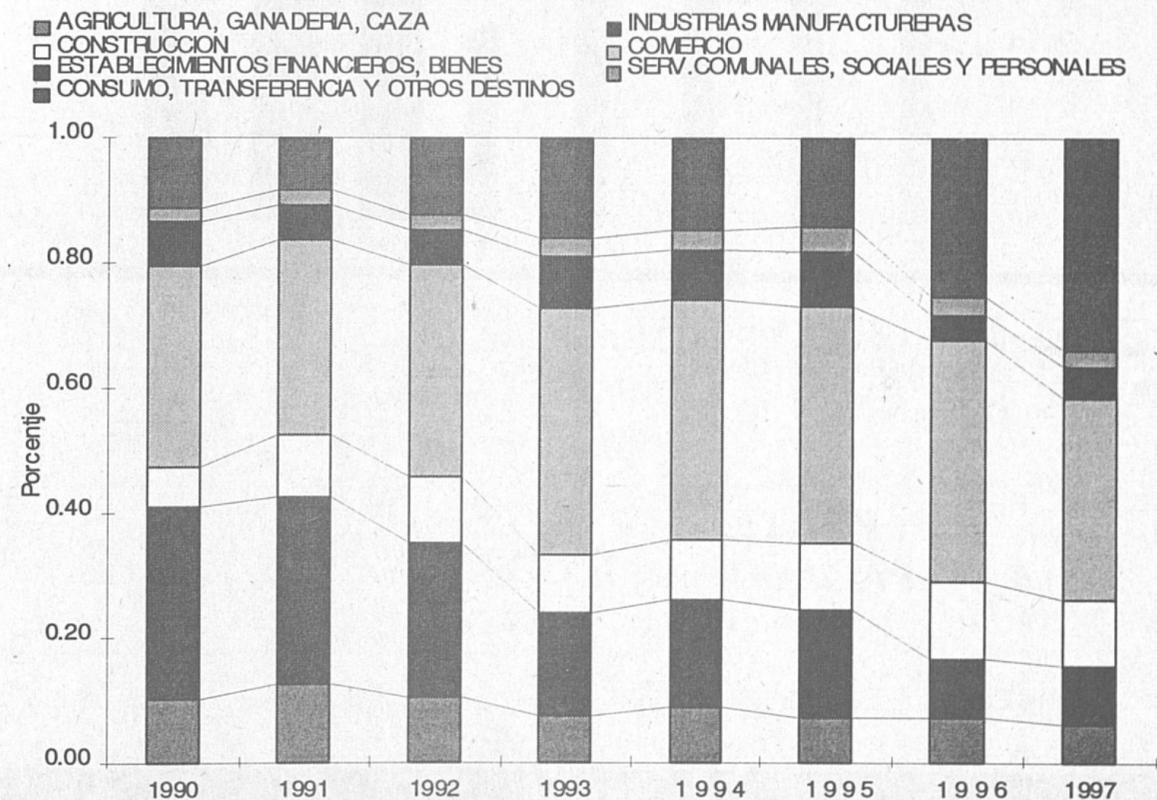
Rubro	Estructura prom. 1990-96 (%)	Estructura 1997 (%)	Tasa crecimiento real 1997 (%)
Disponibilidades	17.57	17.01	25.6
Inversión temporal	19.15	21.84	20.2
Cartera de créditos	46.82	48.64	7.1
Cuentas por cobrar	6.18	1.43	29.0
Inversión largo plazo	4.14	4.63	37.7
Otros activos	6.15	6.44	7.9
Total activos	100	100	14.2

Fuente: ASIES con base en datos de la Superintendencia de Bancos.

**Gráfica 7**  
**Plazos de los préstamos y descuentos de los bancos privados**



**Gráfica 8**  
**Préstamos y descuentos bancarios por destino**



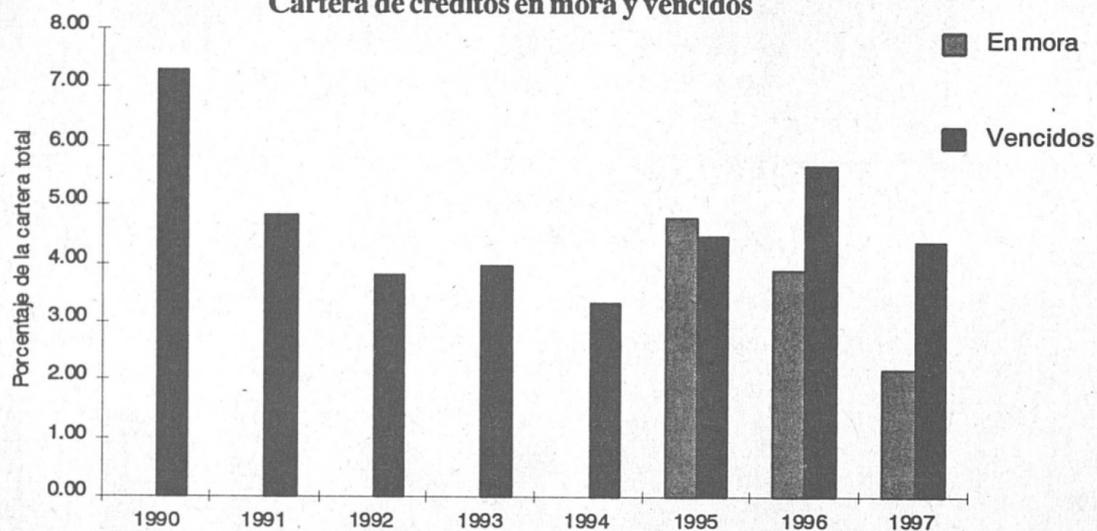
**La baja en las tasas de interés disminuyó la cartera morosa**

La baja en la tasa de interés contribuyó a disminuir la morosidad y la cartera vencida de los bancos (Gráfica 9). El beneficio en este caso es evidente: a menor tasa activa, mayor probabilidad de que los deudores puedan pagar sus créditos. Asimismo, se reconoce que las tasas de interés activas tienden a moverse con rezago respecto a las tasas pasivas, con lo que se aumenta la rentabilidad de los bancos. Ambos hechos -la baja en la cartera morosa y el rezago de las tasas activas- habrían incidido para una mayor rentabilidad de la banca nacional en 1997.

**El mercado accionario sigue sin despegar**

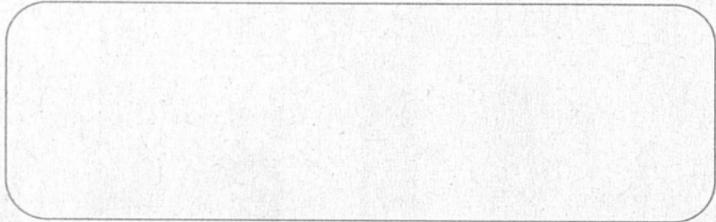
Pese a los esfuerzos de las bolsas de valores y a la creación del Registro de Valores y Mercancías, el mercado accionario sigue sin despegar en Guatemala. Se ha observado que los reportos (90%), en primer lugar, seguido a una gran distancia por los títulos públicos, comprenden el mayor porcentaje de las transacciones en las bolsas. Eso pese a que desde diciembre de 1996 hasta julio de 1997 el gobierno se retiró de la bolsa. Sin duda alguna, el desarrollo del mercado accionario se tropieza contra el esquema conservador y familiar de las empresas guatemaltecas.

**Gráfica 9**  
Cartera de créditos en mora y vencidos



Asociación de Investigación y Estudios Sociales  
Apartado Postal 1,005 A  
Ciudad Guatemala  
Guatemala, C.A.

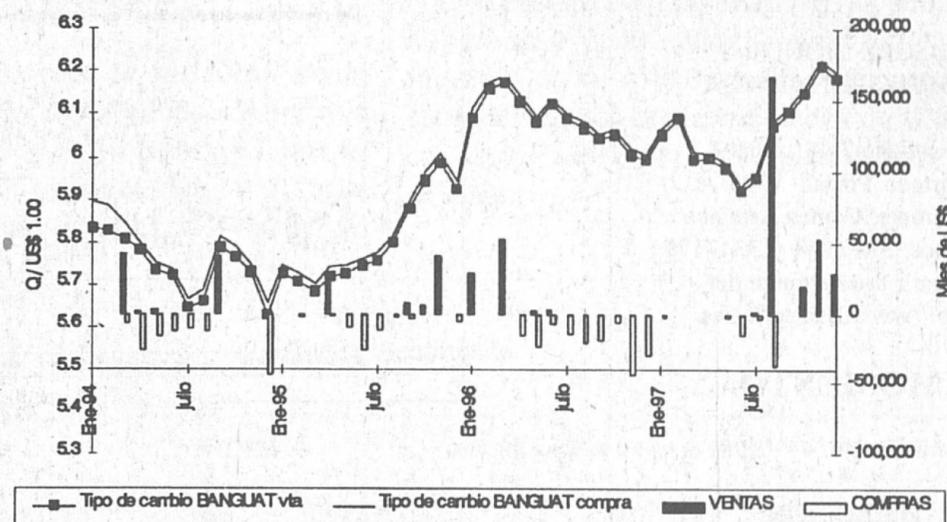
**PORTE PAGADO**



**Actividad Económica Nacional durante 1997 (2)**

**\* Sector monetario, cambiario y financiero**

**Intervenciones del BANGUAT en el mercado cambiario**



SINTESIS: EL DOCUMENTO COMPLETO PUEDE OBTENERSE EN NUESTRAS OFICINAS