

BANCO DE GUATEMALA



INFORME DE LA PRESIDENTA DEL BANCO DE GUATEMALA ANTE EL HONORABLE CONGRESO DE LA REPÚBLICA

Guatemala, enero de 2008

ÍNDICE

INFORME DE LA PRESIDENTA DEL BANCO DE GUATEMALA ANTE EL HONORABLE CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I.	INTRODUCCIÓN	1
II.	SÍNTESIS EVALUATIVA	2
PRIMERA PARTE		
I.	OBJETIVO FUNDAMENTAL DEL BANCO CENTRAL	7
A.	COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN EN 2007	7
1.	Determinación de la meta de inflación para 2007	7
2.	La inflación en 2007	9
3.	Inflación subyacente	15
4.	La inflación en alimentos	16
5.	Comportamiento de la inflación en Centroamérica	18
6.	Comportamiento de la inflación en países de Latinoamérica que operan bajo un esquema de metas explícitas de inflación	19
B.	MEDIOS PARA ALCANZAR EL OBJETIVO FUNDAMENTAL	21
1.	Participación en el mercado monetario	21
a)	Operaciones de estabilización monetaria	21
i)	En moneda nacional	21
ii)	En moneda extranjera	29
2.	Participación en el mercado cambiario	29
II.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	30
A.	TASAS DE INTERÉS	30
1.	Tasa de interés parámetro	30
2.	Tasa de interés pasiva de paridad	32

3.	Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	34
a)	En moneda nacional	34
b)	En moneda extranjera	35
B.	LIQUIDEZ PRIMARIA	37
1.	Emisión monetaria	37
2.	Base monetaria amplia	39
C.	MEDIOS DE PAGO TOTALES	42
D.	CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO	42
1.	Tasa de crecimiento	42
2.	Cartera crediticia por actividad económica	43
E.	ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN AL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS	44
F.	EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN	46
	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	47
III.	AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA	49
A.	COLOCACIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDP- POR FECHA DE VENCIMIENTO	49
B.	TRANSFERENCIA DE TITULARIDAD DE LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDP- EN CUSTODIA EN EL BANCO DE GUATEMALA	49
C.	MEJORA EN EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA	50

IV. ENTORNO MACROECONÓMICO	52
A. SECTOR EXTERNO	52
1. Balanza de pagos estimada para diciembre de 2007	52
a) Cuenta corriente	52
b) Cuenta de capital y financiera	55
2. Reservas monetarias internacionales netas	57
B. SECTOR REAL	60
1. Aspectos generales	60
2. Producto interno bruto medido por el origen de la producción	64
3. Producto interno bruto medido por el destino del gasto	70
C. SECTOR FISCAL	72
1. Análisis de la ejecución presupuestaria	72
2. Deuda Pública	77
a) Interna	77
b) Externa	79

SEGUNDA PARTE

POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2008	81
A. PERSPECTIVAS PARA 2008	82
1. Escenario internacional	82
2. Sector externo	88
a) Balanza de pagos	88
3. Sector real	92
4. Sector fiscal	97
5. Sector monetario	99

B.	OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA	99
1.	Objetivo fundamental	99
2.	Meta de política	100
C.	VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA	100
1.	Ritmo inflacionario total proyectado	100
2.	Ritmo inflacionario subyacente proyectado	100
3.	Tasa de interés parámetro	100
4.	Tasa de interés pasiva de paridad	101
5.	Liquidez primaria	101
6.	Medios de Pago	101
7.	Crédito bancario al sector privado	102
8.	Expectativas de inflación del panel de analistas privados	102
9.	Expectativas implícitas de inflación	102
10.	Pronósticos de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-	103
D.	PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO	103
1.	Enfoque en el objetivo fundamental	103
2.	Realización de las operaciones de estabilización monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación	103
3.	Flexibilidad cambiaria	104
E.	INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA	104
1.	Mercado monetario	104
a)	Operaciones de estabilización monetaria	104
i)	Mecanismos para colocación	104
ii)	Marco para la realización de las operaciones de estabilización monetaria	105
iii)	Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América	106
b)	Mercado Secundario de Valores	106

	i)	Consolidación de la información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores	106
	c)	Otros instrumentos	107
	i)	Encaje bancario	107
	ii)	Prestamista de última instancia	107
2.		Mercado cambiario	107
	a)	Regla de participación	107
F.		MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA	107
1.		Coordinación con la política fiscal	107
2.		Estrategia para desarrollar y profundizar el mercado secundario de valores	108
3.		Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala	108
4.		Mejora en el marco analítico de la Política Monetaria	108
	a)	Identificación y cuantificación de los diferentes mecanismos de transmisión de la política monetaria	108
	b)	Modelo Macroeconómico Estructural -MME-	109
5.		Mejoramiento del sistema estadístico en 2008	109
6.		Fortalecimiento de la normativa prudencial y de la supervisión preventiva	110
		ANEXOS	111

INFORME DE LA PRESIDENTA DEL BANCO DE GUATEMALA ANTE EL HONORABLE CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I. INTRODUCCIÓN

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 60 del Decreto Número 16-2002, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, el Presidente del Banco de Guatemala debe comparecer ante el Honorable Congreso de la República para presentar informe circunstanciado, durante los meses de enero y julio de cada año. De acuerdo con el artículo citado, el informe del mes de enero debe dar cuenta de los actos y políticas del Banco Central en el ejercicio precedente, con énfasis en el cumplimiento del objetivo fundamental del Banco, así como explicar los objetivos y políticas previstas para el ejercicio corriente.

Para dar cumplimiento al mandato legal señalado, la Presidenta del Banco de Guatemala, en esta ocasión, se permite rendir el informe circunstanciado correspondiente a enero de 2008. Como marco del citado informe, se considera de particular importancia hacer énfasis ante el Honorable Congreso que el objetivo fundamental del Banco de Guatemala es contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual debe propiciar las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, lo cual permite al Banco Central concentrar sus esfuerzos en la consecución de esta meta, realizando de esa manera la mejor contribución que puede ofrecer en el logro del desarrollo económico del país.

La implementación de la política monetaria en 2007 fue consistente con el desarrollo de un esquema de metas explícitas de inflación, que se fundamenta en la elección de la meta de inflación como el ancla nominal de dicha política y se consolida con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como con el fortalecimiento de la transparencia en las actuaciones del Banco Central. Es importante mencionar que sobre la meta de inflación



puntual se establece un margen de tolerancia, dado que existen factores de incertidumbre (particularmente choques de oferta), los cuales pueden alejar temporalmente el comportamiento de la inflación de la citada meta, razón por la cual las acciones de política monetaria deben tener un horizonte prospectivo que permita que la inflación sea baja y estable en el mediano y largo plazos.

II. SÍNTESIS EVALUATIVA

Durante 2007 se sumaron un conjunto de choques, principalmente vinculados a factores de oferta, cuya magnitud y simultaneidad generaron presiones inflacionarias a nivel internacional, tanto en países industrializados como en países con mercados emergentes. Los precios de los alimentos se situaron en niveles históricamente altos, afectando en mayor medida los índices de precios de los países en desarrollo, en virtud de que en dichos países el rubro de alimentos tiene un mayor peso relativo. Dentro de los principales choques de oferta, destacan los siguientes.

- a) El precio internacional del petróleo y sus derivados registró una tendencia creciente, como resultado de factores de oferta (limitada capacidad de refinamiento, caída del nivel de inventarios y estancamiento de la producción del crudo) y de demanda (aumento de las compras de petróleo por parte de la República Popular China e India, especialmente).
- b) Los precios internacionales del maíz y del trigo, así como de sus derivados, ocasionaron una aceleración importante de la inflación en alimentos en América, en Asia, en Europa y en África.

En el caso de Guatemala, el ritmo inflacionario se desaceleró en los primeros seis meses de 2007, al pasar de 6.22% en enero a 5.31% en junio, como resultado de que los choques de oferta fueron moderados, especialmente los provenientes del precio internacional del trigo y del maíz. Sin embargo, en el segundo semestre, se evidenció una marcada tendencia al alza en los precios internacionales del crudo, del maíz y del trigo, lo que se tradujo en una aceleración del ritmo inflacionario a partir de julio, siendo noviembre el mes en el que se registró la mayor incidencia. En efecto, durante dicho mes se potenció el incremento del precio de bienes y servicios derivados, destacando:



gasolinas, gas propano, electricidad, pan, cereales, pastas alimenticias y productos de tortillería, razón por la cual el ritmo inflacionario en el citado mes se ubicó en 9.13%. Cabe señalar que en el citado mes también fueron evidentes los incrementos de precios en muchos países del mundo, especialmente en el rubro de alimentos. El ritmo inflacionario se desaceleró en diciembre, ubicándose en 8.75%. De ese ritmo, el impacto de la inflación importada, como resultado del efecto directo e indirecto del incremento en el precio de los combustibles, fue de 3.17 puntos porcentuales. Cabe mencionar que el impacto derivado del aumento en el precio internacional del maíz, del trigo y de los productos derivados de éstos, se computa dentro de la inflación interna, aun cuando tiene un origen externo.

Cabe señalar que en presencia de choques de oferta, la política monetaria únicamente puede moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y los efectos de segunda vuelta de los referidos choques; es decir, aquellos que se producen cuando los precios al consumidor final crecen proporcionalmente más que el alza proveniente de los choques de oferta.

En el contexto interno, aunque en menor medida, también se observaron algunas presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada, asociadas a tres aspectos: a) el producto interno bruto creció en 5.7%, lo que significó un aumento de 0.5 puntos porcentuales en relación a la estimación original; b) el crédito bancario al sector privado registró tasas de crecimiento interanuales por encima del corredor estimado; y, c) la preferencia de liquidez por parte de los agentes económicos se incrementó, como resultado de la suspensión de operaciones de un banco del sistema.

La Junta Monetaria, en un marco de prudencia y con el propósito de evitar un efecto contagio en el sistema financiero que pusiera en riesgo la estabilidad macrofinanciera del país, flexibilizó temporalmente el cómputo del encaje y decidió no modificar la tasa de interés líder en los primeros meses del año. Los resultados fueron positivos, ya que se logró mantener la estabilidad en los mercados; es decir, sin cambios abruptos o bruscos en precios macroeconómicos clave como el tipo de cambio y las tasas de interés activas y pasivas. Posteriormente, con el objeto de moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos y de contrarrestar las presiones



inflacionarias derivadas de un exceso de demanda agregada, la Junta Monetaria decidió aumentar la tasa de interés líder en seis ocasiones: el 28 de marzo de 5.00% a 5.25%, el 25 de abril de 5.25% a 5.50%, el 26 de septiembre de 5.50% a 5.75%, el 31 de octubre de 5.75% a 6.00%, el 28 de noviembre de 6.00% a 6.25%, y el 26 de diciembre de 6.25 a 6.50%. Como resultado, el crédito al sector privado inició en 2007 una desaceleración gradual, disminuyendo su tasa de crecimiento interanual en casi tres puntos porcentuales durante dicho año.

Es importante puntualizar que la conducción y los resultados de la política monetaria no son independientes de la política fiscal. Tanto en el largo plazo como en el corto plazo, la política fiscal condiciona los efectos de la política monetaria en la economía. Por ejemplo, en países con persistentes déficit fiscales se podría reducir la credibilidad de la política monetaria en el mediano y largo plazos, debido a que los agentes económicos anticipan excesos de demanda agregada que generan presiones inflacionarias. Es por ello que una adecuada coordinación de las políticas monetaria y fiscal propicia condiciones favorables para la estabilidad en el nivel general de precios, requisito necesario, aunque no suficiente, para un crecimiento económico sostenido.

Durante 2007 la política fiscal constituyó un apoyo importante para la política monetaria, lo que se evidenció en el hecho de que el nivel de depósitos en el Banco Central se mantuviera por encima de lo programado, en promedio, en aproximadamente Q2,086.0 millones y que, de acuerdo a la ejecución de las finanzas públicas a noviembre del citado año, el déficit fiscal se ubicó en 1.1% del PIB en el citado año.

Se considera importante destacar el comportamiento favorable de las principales variables e indicadores macroeconómicos siguientes: a) el nivel de reservas monetarias internacionales mostró un importante aumento, el cual se asocia principalmente a desembolsos de empréstitos del sector público con el exterior; b) el tipo de cambio nominal se mantuvo estable, mostrando un comportamiento, en general, consistente con su estacionalidad; por lo que en el transcurso de 2007 el Banco Central no participó en el mercado cambiario; c) el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo en términos del PIB, derivado, principalmente, del crecimiento récord en las



exportaciones de bienes y servicios y del aumento en el ingreso de divisas tanto por turismo como por remesas familiares; d) la evolución de la actividad económica medida por el Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE- mostró un comportamiento más dinámico que el registrado en los primeros once meses de 2006, siendo la variación interanual a noviembre la más alta de los últimos once años; e) el crédito bancario al sector privado siguió mostrando tasas de crecimiento interanuales por encima del límite superior del corredor programado, pero inició un proceso de desaceleración gradual; f) las tasas de interés tanto de corto como de largo plazos mostraron un comportamiento estable, no obstante la suspensión de operaciones de dos bancos del sistema, uno en octubre de 2006 y otro en enero de 2007; y, g) el riesgo soberano de acuerdo con las principales calificadoras internacionales de riesgo ha mostrado una evolución favorable, asociada al desempeño macroeconómico del país.

Dentro de esa dimensión, es oportuno señalar que ante un escenario internacional adverso que no se tenía previsto (alzas en los precios de las principales materias primas e insumos, desaceleración económica mundial y mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales), así como eventos extraordinarios de origen interno, como la suspensión de operaciones de un banco del sistema, la política monetaria actuó de una manera prudente y cauta y tuvo como principal objetivo, durante los primeros meses del año, preservar la estabilidad macrofinanciera del país. Para 2008, los principales riesgos inflacionarios continúan asociándose al entorno externo, sobre todo si se toma en cuenta que ante la preocupación por contener una recesión de la economía norteamericana y una significativa desaceleración de la economía mundial, los bancos centrales de los países industrializados han implementado una política monetaria expansiva, aun cuando el comportamiento de la inflación ha sido creciente.

Ante un escenario de tal naturaleza, la política monetaria deberá mantener una estrecha coordinación con la política fiscal y reaccionar de manera oportuna a efecto de contener presiones inflacionarias que pudieran derivarse de excedentes de demanda agregada interna y lograr que la inflación se desacelere y, una vez se reduzca la



magnitud de los choques externos, converja a las metas previstas de mediano y largo plazos.

Para coadyuvar al logro de ese objetivo, la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2008 prevé mejorar el marco analítico y estadístico que permita profundizar la efectividad de la misma. Para tal efecto, se desarrollarán las acciones siguientes: a) identificación y cuantificación de los diferentes mecanismos de transmisión; b) consolidación de la información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario; c) mejoramiento del sistema estadístico; concretamente el Banco de Guatemala adoptará los manuales recientes y mejores prácticas internacionales en materia de: i) Cuentas Nacionales Trimestrales, a más tardar a finales del segundo semestre de 2008; y, ii) Balanza de Pagos, a más tardar a finales del primer semestre de 2008.

El presente informe se divide en dos apartados; en el primero, se presentan los principales resultados de la política monetaria, cambiaria y crediticia durante 2007; y, en el segundo, se explican los objetivos y medidas de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2008, aprobada por la Junta Monetaria en resolución JM-211-2007 del 28 de diciembre de 2007.



PRIMERA PARTE

I. OBJETIVO FUNDAMENTAL DEL BANCO CENTRAL

De acuerdo a los preceptos constitucionales, la Junta Monetaria tendrá a su cargo la determinación de la política monetaria, cambiaria y crediticia del país y velará por la liquidez y solvencia del sistema bancario nacional, asegurando la estabilidad y el fortalecimiento del ahorro nacional. Asimismo, de conformidad con la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, Decreto Número 16-2002, del Congreso de la República, que se constituye en la plataforma jurídica para que la política monetaria pueda ser implementada en forma eficiente y eficaz, el objetivo fundamental del Banco Central es, precisamente, promover la estabilidad en el nivel general de precios.

ARTICULO 3. Objetivo fundamental. El Banco de Guatemala tiene como objetivo fundamental, contribuir a la creación y mantenimiento de las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual, propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios.

A. COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN EN 2007

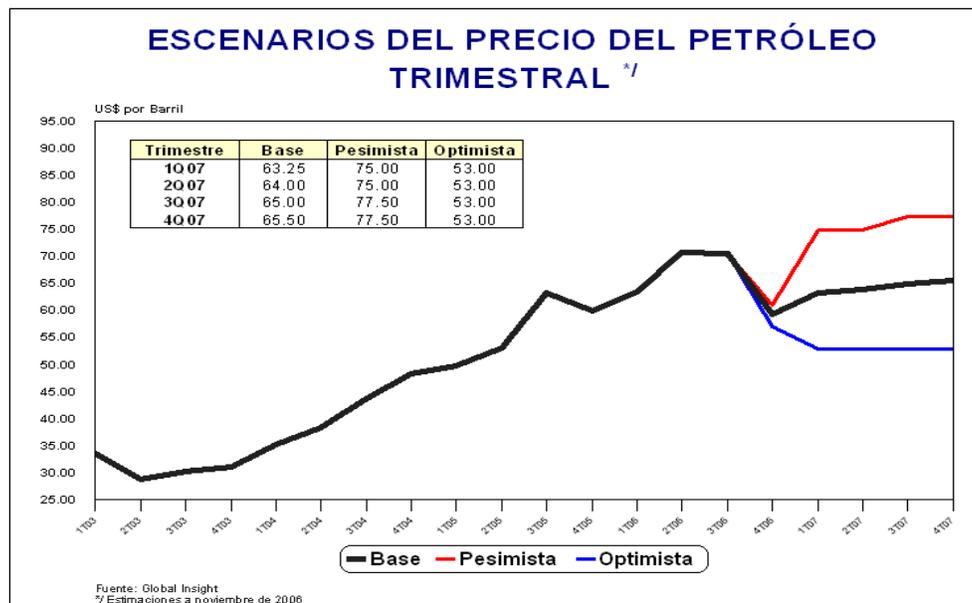
1. Determinación de la meta de inflación para 2007

La Junta Monetaria mediante resolución JM-168-2006 determinó la meta de inflación para 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual). Dicha meta fue menor a la de 2006 (6% +/- 1 punto porcentual), en virtud de que en el momento de su determinación, la coyuntura imperante (nacional e internacional), las previsiones de los departamentos técnicos del Banco Central y las estimaciones de expertos internacionales coincidían en que era probable que en 2007 el impacto del aumento en los precios internacionales del petróleo-derivados se moderara, lo que implicaba una reducción de las presiones inflacionarias en dicho año, por el lado de la oferta. Asimismo, se previó una moderación del precio de algunos productos de la canasta básica (particularmente, productos agrícolas como el tomate y la cebolla), asociada a una desaceleración de precios, luego de alzas importantes registradas en 2006. Por el lado de los factores de demanda, se estimó una moderación en el nivel general de



precios, asociado al efecto rezagado de los incrementos en la tasa de interés líder efectuados en 2006 y a una moderación del crédito bancario al sector privado.

Con base en la información disponible a finales de 2006, las proyecciones pasivas de inflación (es decir, sin tomar en cuenta medidas de restricción de la política monetaria) apuntaban a un ritmo inflacionario 5.03% para diciembre de 2007. Dichas proyecciones tomaron en cuenta las estimaciones de expertos internacionales en relación al precio internacional de petróleo para 2007. En ese sentido, *Global Insight*, empresa de reconocido prestigio internacional en el análisis del mercado de petróleo, previó que el precio internacional del barril de petróleo, en promedio, se ubicaría en los niveles siguientes: a) en el primer trimestre en US\$63.25; b) en el segundo trimestre en US\$64.00; c) en el tercer trimestre en US\$65.00; y d) en el cuarto trimestre en US\$66.50. Este último precio, aunque alto en el contexto histórico, anticipaba una moderación de las presiones inflacionarias derivadas del comportamiento al alza del referido precio internacional, así como de sus derivados. Asimismo, los pronósticos activos de inflación¹ indicaban que con la adopción de medidas de política monetaria, el ritmo inflacionario podría ubicarse en 4.83% en 2007.



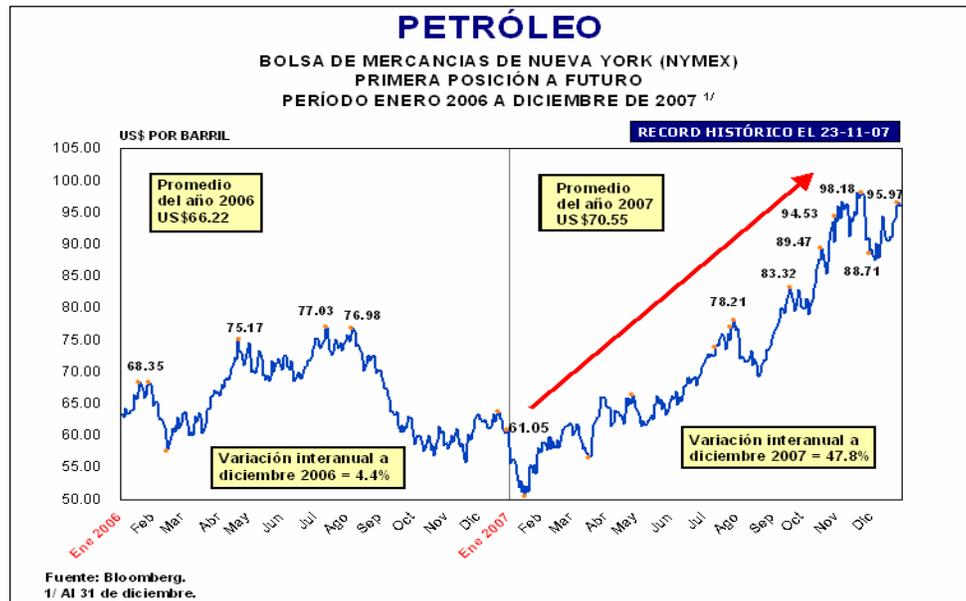
¹ Dichos pronósticos provinieron del cuarto corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural en 2006.



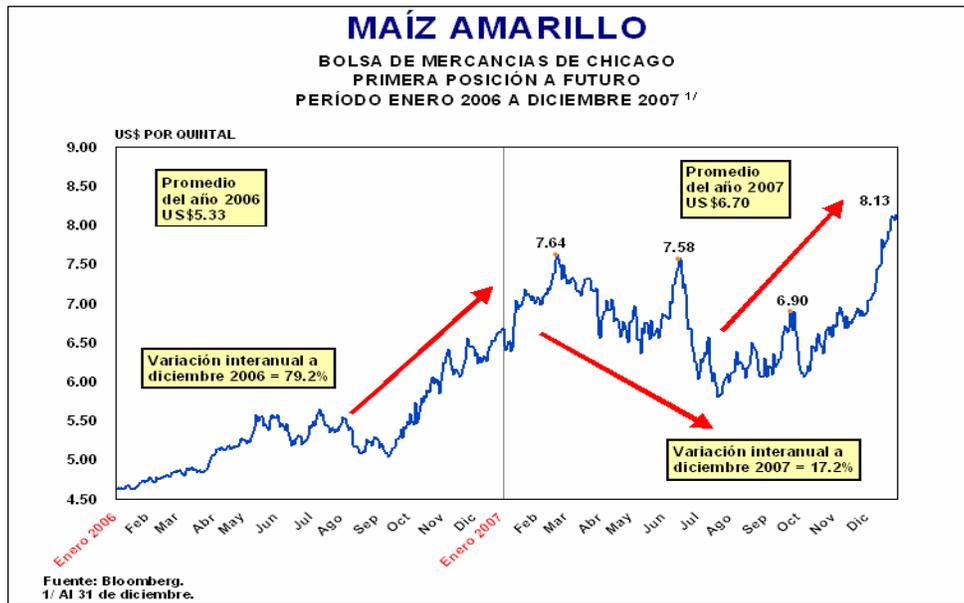
En ese contexto, los pronósticos de inflación tanto pasivos como activos apuntaban a que una meta de inflación de 5% +/- 1 punto porcentual, era realista y factible, pero sobre todo susceptible de cumplirse mediante la adopción, como se indicó, de acciones de política monetaria, en un marco de prudencia y gradualidad.

2. La inflación en 2007

El precio internacional del petróleo durante 2007, contrario a lo pronosticado a finales de 2006, registró una tendencia creciente, hasta alcanzar un máximo de US\$98.18 por barril el 23 de noviembre, lo que significó un aumento de 60.8% respecto de diciembre de 2006, como se ilustra en la gráfica. Es importante puntualizar que la evolución del precio internacional del petróleo durante 2007 fue el resultado de la combinación de factores de oferta y de demanda, así como de la especulación en el mercado del crudo. Dentro de los principales factores que incidieron en el incremento persistente se encuentran los siguientes: la producción insuficiente del crudo, debido al incremento poco significativo en la producción de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP-; la limitada capacidad de refinamiento de petróleo, debido a labores de mantenimiento en varias refinerías en los Estados Unidos de América; el crecimiento de la demanda mundial del crudo, fundamentalmente, por parte de los Estados Unidos de América y la República Popular China; las tensiones geopolíticas en las principales áreas productoras de petróleo, principalmente, en Nigeria, Irán e Irak; la especulación en las bolsas de valores, por el escaso margen entre la oferta y la demanda mundiales de crudo; y, la debilidad del dólar estadounidense frente a otras monedas, principalmente al euro.



En adición al comportamiento al alza en el precio internacional del petróleo, en 2007 se observaron presiones no previstas en la inflación, derivadas del incremento en el precio internacional del maíz y del trigo. En el caso del maíz, como consecuencia de la incidencia negativa generada por el alza del precio internacional del petróleo, algunos países, particularmente los Estados Unidos de América, promovieron el uso de etanol como carburante, utilizando como materia prima el maíz, situación que, aunada a una mayor demanda del grano por parte de países emergentes de Asia (República Popular China e India, especialmente), provocó un alza en el precio internacional, el cual a partir de septiembre de 2006 registró una tendencia al alza que, si bien se revirtió parcialmente en el segundo y tercer trimestres de 2007, en el cuarto trimestre de dicho año, el precio se elevó nuevamente, como se ilustra en la gráfica.

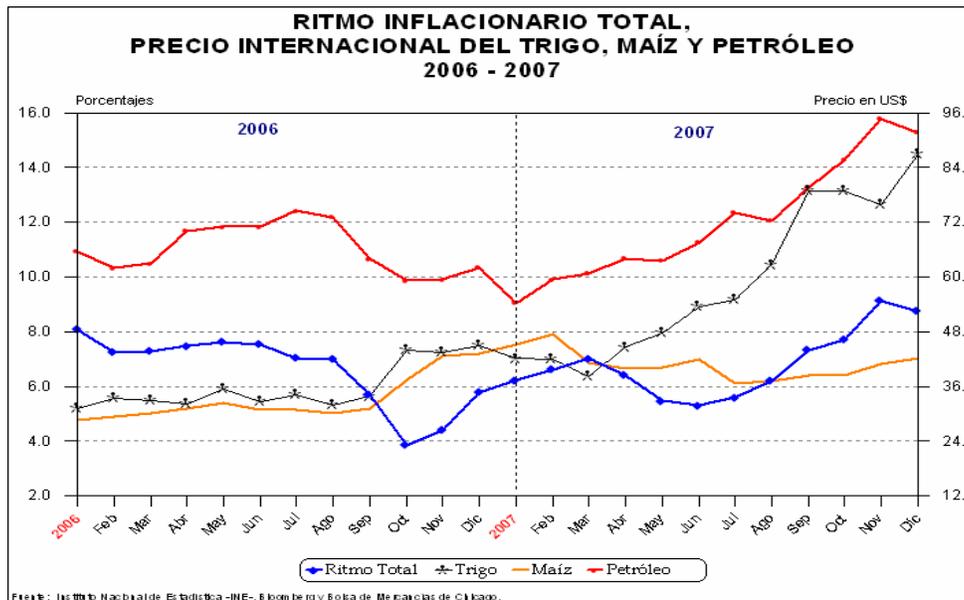


Por su parte, el precio internacional del trigo empezó a elevarse en septiembre de 2006, manteniéndose en niveles de aproximadamente US\$7.00 el quintal hasta el primer trimestre de 2007; en los trimestres subsiguientes el precio se elevó hasta alcanzar un valor máximo de US\$15.62 el quintal, como se muestra en la gráfica. El alza en el precio del trigo se asoció, fundamentalmente a una reducción de la oferta mundial, como consecuencia de condiciones climáticas adversas en los principales países productores², así como a una mayor demanda de dicho grano en el mercado internacional.

² Fuertes sequías e intensas lluvias en los principales países productores han afectado la presente cosecha. Los países que han sido afectados por sequías son Canadá, Australia, Italia, Francia (región sur), Rumania, Bulgaria, Turquía, Siria y Marruecos. Los países afectados por intensas lluvias son Inglaterra, Alemania, Francia (región norte) y en menor medida los Estados Unidos de América.

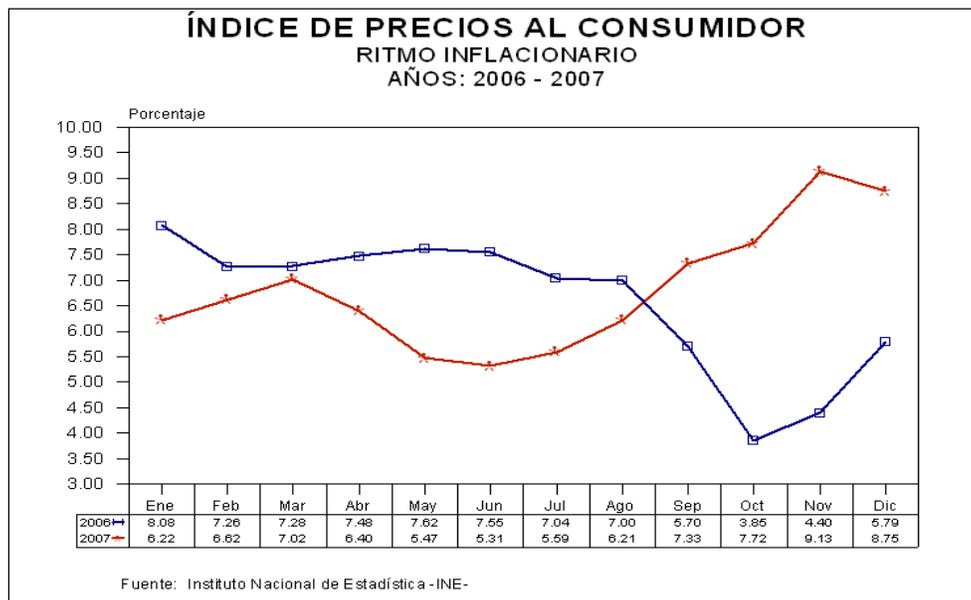


En síntesis, los citados choques de oferta modificaron la trayectoria del ritmo inflacionario en 2007; la gráfica evidencia la relación existente entre el comportamiento del ritmo inflacionario y los precios internacionales registrados por el petróleo, el maíz y el trigo.





En el contexto descrito, de conformidad con el Índice de Precios al Consumidor -IPC-, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 31 de diciembre de 2007, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario total de 8.75%, porcentaje que se situó por arriba de la meta de inflación determinada para 2007 (5.0% +/- 1 punto porcentual). El comportamiento observado en el ritmo inflacionario a diciembre de 2007 reflejó, principalmente, el incremento que registró la división de gasto **Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar** (ponderación 38.75%), con una variación interanual de 11.86%, que explicó 59.78% de la inflación en 2007. Destacaron, por su participación, el incremento interanual en el índice de los grupos de gasto Aceites y grasas (25.56%); Pan y cereales (24.60%); Leche, productos lácteos y huevos (15.72%); Frutas frescas, secas y en conserva (13.66%); Comidas preparadas fuera del hogar y golosinas (7.68%); y, Carnes (7.03%). Cabe indicar que la división de gasto hortalizas, legumbres y tubérculos presentó una variación interanual negativa de 5.43%. En conjunto, los grupos de gasto indicados, explicaron 96.06% de la variación interanual de dicha división de gasto. A nivel de gastos básicos, los que registraron las mayores alzas a nivel interanual son: el pan (30.81%); los productos de tortillería (21.34%); la carne de aves fresca (12.95%); y, el almuerzo (6.71%), que en conjunto representaron 39.38% del total de la inflación a diciembre de 2007.





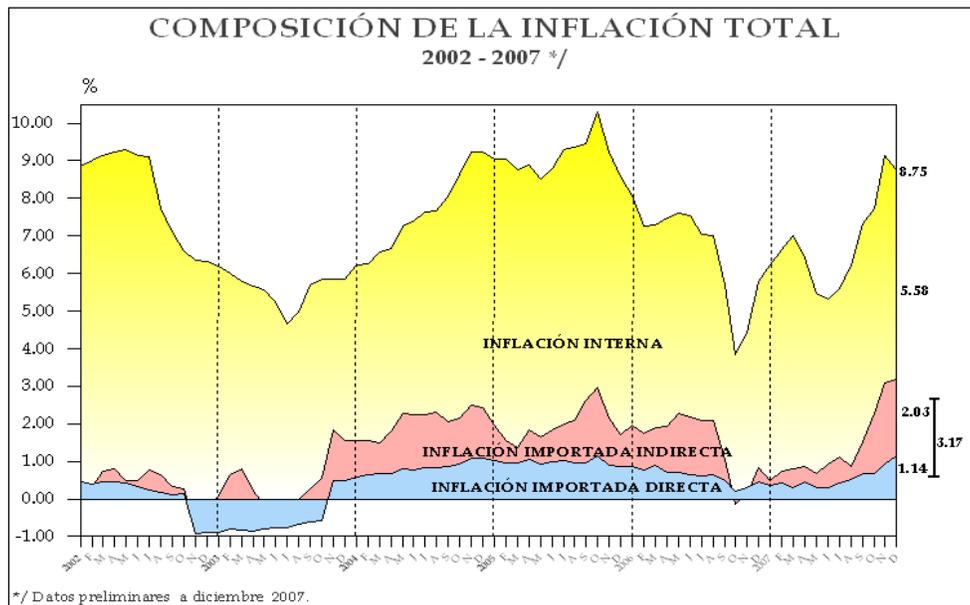
La división de gasto **Transporte y comunicaciones** (ponderación 10.92%), registró a diciembre un crecimiento interanual de 10.80% y representó el 12.24% del ritmo inflacionario. En dicho comportamiento sobresalió el incremento en el precio medio de la gasolina (25.66%); el transporte urbano (19.81%); y, el transporte extraurbano (17.85%).

La división de gasto **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles** (ponderación 10.00%), registró a diciembre de 2007 una variación interanual de 7.45% y explicó el 7.75% del ritmo inflacionario. Incidieron en dicho comportamiento, principalmente, los precios medios del gas propano (25.78%); los alquileres reales de vivienda (5.04%); y, el servicio de electricidad (5.02%).

La división de gasto **Recreación y cultura** (ponderación 6.83%), registró un crecimiento interanual de 8.26% y representó el 6.12% del ritmo inflacionario, destacó en dicho comportamiento el incremento en los precios medios de los viajes de paseo fuera del país (28.11%); de los gastos por suscripción y/o compra de revistas periódicos y similares (19.94%); de los gastos por ingreso a diferentes lugares, culturales, sociales y de esparcimiento (13.81%); y, de los viajes de paseo dentro del país (9.60%).

El comportamiento de las cuatro divisiones de gasto mencionadas explicó, en conjunto, el 85.89% del ritmo inflacionario observado a diciembre 2007.

Cabe destacar que las divisiones de gasto citadas fueron significativamente influenciadas por el aumento observado en 2007 en los precios internacionales del petróleo-derivados, del maíz y del trigo. En ese sentido, a diciembre de 2007 la inflación importada explicó 3.17 puntos porcentuales del ritmo inflacionario total (8.75%), de los cuales 1.14 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada directa (es decir, la que se explica por el aumento de los precios del petróleo-derivados) y 2.03 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta (es decir, la que se atribuye al incremento del transporte, de la electricidad y de otros insumos). Es importante destacar que en el cálculo de la inflación importada no se incluye el efecto proveniente de los aumentos en los precios del maíz y del trigo a nivel mundial.



Es importante puntualizar que si bien en el comportamiento del ritmo inflacionario en 2007, también incidieron, en alguna medida, factores de demanda asociados a excedentes de emisión monetaria y a una expansión del crédito bancario al sector privado por arriba de los niveles previstos, en el caso de la emisión monetaria, se estableció que una parte de su desvío obedeció a los factores no inflacionarios siguientes: a) crecimiento de la actividad económica mayor al previsto a inicios de año; b) un mayor nivel de caja de los bancos (asociado a un incremento tanto en el número de agencias como en las disponibilidades en cajeros automáticos). Por otra parte, la mayor preferencia de efectivo por parte de los agentes económicos, derivada de la suspensión de operaciones de dos bancos del sistema (uno en octubre de 2006 y el otro en enero de 2007) habría incidido en el comportamiento de la emisión monetaria.

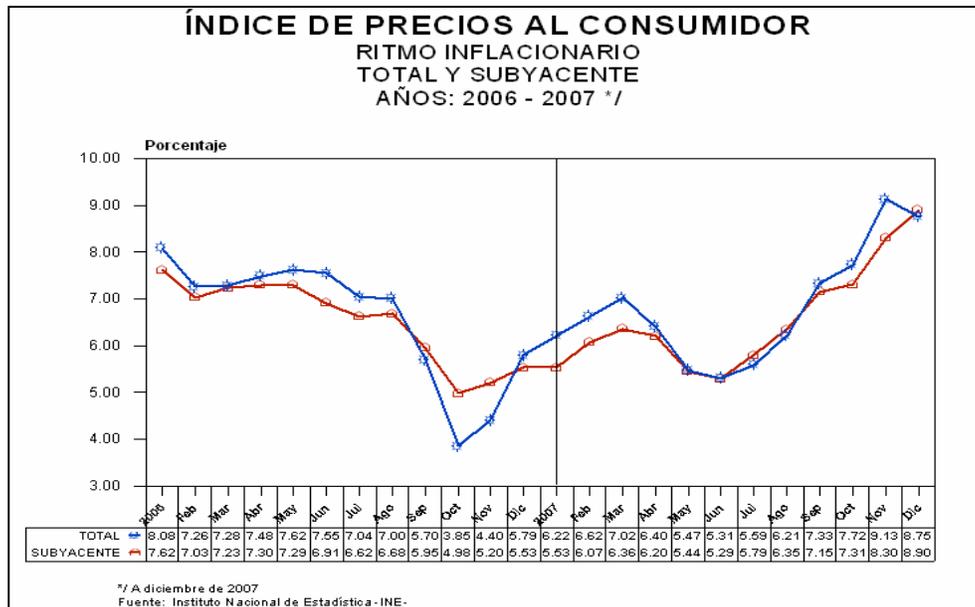
3. Inflación subyacente

La inflación subyacente es la tasa de crecimiento de un índice de precios que, con el propósito de eliminar distorsiones en su cálculo, excluye los índices de precios de algunos bienes y servicios que son altamente volátiles o están sujetos a choques. A este respecto, para el caso de Guatemala, se excluyen los índices de los grupos de gasto *frutas frescas, secas y en conserva; hortalizas, legumbres y tubérculos;*



gas manufacturado y natural y gases licuados de petróleo; y, gasolinas, cuyas ponderaciones dentro del IPC son de 1.28%, 3.77%, 1.09% y 2.04%, respectivamente, para un total de 8.18%.

La inflación subyacente, a nivel república, registró a diciembre de 2007 una variación interanual de 8.90% (5.53% a diciembre de 2006), superior en 0.15 puntos porcentuales a la inflación total (8.75%).



En el comportamiento del ritmo inflacionario subyacente fue determinante el incremento en los precios del pan, de las tortillas, del almuerzo, de la carne de aves fresca, refrigerada o congelada y de la leche líquida fresca, los que en conjunto explicaron el 45.91% de la inflación subyacente a diciembre de 2007. Al respecto, cabe destacar que los precios citados fueron significativamente influenciados por los choques de oferta que se han venido comentando (incremento del precio internacional del petróleo-derivados, del maíz y del trigo).

4. La inflación en alimentos

El incremento en la inflación en 2007 no es un fenómeno que afectó únicamente a Guatemala. En efecto, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional -FMI-, tal incremento se explicó básicamente por el aumento en los precios de los



alimentos, siendo éstos de mayor magnitud e impacto en las economías emergentes, como es el caso de las economías latinoamericanas. En tal sentido, los grupos de alimentos cuyos precios registraron las mayores tasas de crecimiento coinciden en diversos países, siendo estos: granos básicos y sus derivados, lácteos, carnes y vegetales. Dicha situación se debió tanto a factores estructurales como coyunturales, derivados, por una parte, de una mayor demanda mundial de alimentos por parte de algunas economías asiáticas y, por la otra, que desde el segundo semestre de 2006 se han presentado factores adicionales que han acentuado las alzas en los precios de los alimentos.

En efecto, de acuerdo al ente citado, el reciente ciclo de incrementos en los precios de los alimentos inició con un alza en el precio internacional del maíz, el cual obedeció, principalmente, a dos factores: el primero, a una expansión en la demanda del grano para su uso en la elaboración de bioenergéticos y, el segundo, a una menor cosecha respecto de la esperada. El alza en los precios del maíz también repercutió sobre los costos de los insumos de ciertos productos (carne, leche y sus derivados). Por otra parte, el incremento en el precio internacional del maíz también fomentó la expansión de las áreas cultivadas del grano, desplazando a aquellas que se destinaban para el trigo, lo que generó una reducción en la oferta de este último y, por ende, un aumento en sus precios en 2007³.

En el cuadro se ilustra que varios países del mundo, casi todos en Latinoamérica, tuvieron un incremento importante en los precios de los alimentos. Vale la pena destacar que el impacto de dicho incremento es significativamente mayor en los países en desarrollo, en virtud de que en los mismos el peso relativo del rubro de alimentos suele ser importante.

³ Banco de México: Informe sobre la Inflación, Julio - Septiembre 2007. Octubre de 2007.



INFLACIÓN EN ALIMENTOS
(Variación Interanual en porcentaje)

PAÍS	Dic-06	Dic-07	Variación en puntos porcentuales
América			
Argentina	10.52	8.60	-1.92
Brasil ^{1/}	1.23	8.96	7.73
Canadá ^{1/}	2.23	1.09	-1.14
Chile	1.28	15.16	13.88
Colombia	5.69	8.51	2.82
El Salvador ^{1/}	4.85	11.66	6.81
Estados Unidos ^{1/}	2.13	4.82	2.69
Guatemala	6.49	11.86	5.37
Honduras	4.20	9.60	5.40
México	5.10	7.52	2.42
Nicaragua ^{1/}	11.26	27.06	15.80
Perú	1.74	6.04	4.30
Uruguay	9.37	20.46	11.09
Asia			
República Popular China ^{1/}	6.30	18.20	11.90
Japón ^{1/}	0.81	0.89	0.08
Europa			
Alemania ^{1/}	2.65	5.84	3.19
España ^{1/}	3.18	6.47	3.29
Francia ^{1/}	1.79	2.32	0.53
Inglaterra ^{1/}	4.47	5.14	0.67
África			
Sudáfrica ^{1/}	8.12	12.29	4.17

^{1/} La información corresponde a noviembre de 2006 y de 2007

FUENTE: Banco de México y Banco de Guatemala

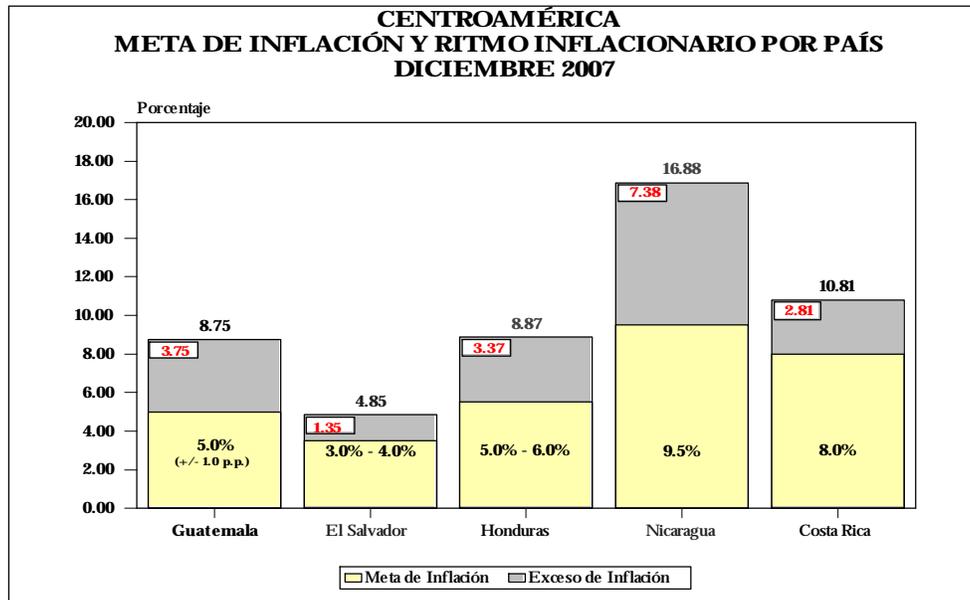
5. Comportamiento de la inflación en Centroamérica

En 2007, en el caso de las economías centroamericanas, otra fuente de incremento en el nivel general de precios lo constituyó el incremento en los precios de la energía eléctrica y de los combustibles, los cuales registraron incrementos considerables durante el referido año.

El incremento en el precio de los combustibles, de la energía eléctrica y de los alimentos, incidió de manera relevante en las inflaciones de los países de la región, lo que a su vez, provocó que en todos los países de la región, el ritmo



inflacionario observado se situara por arriba de la meta puntual de inflación fijada para 2007, como se ilustra en la gráfica.



6. Comportamiento de la inflación en países de Latinoamérica que operan bajo un esquema de metas explícitas de inflación

De acuerdo a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe -CEPAL⁴, el aumento de los precios mundiales de los combustibles y de los alimentos, se agudizó en algunos países, como resultado de factores climáticos adversos que tuvieron consecuencias en la oferta de productos agrícolas y, en algunos casos, también por presiones por el lado de la demanda, lo que originó que por primera vez desde 2002, el aumento de la inflación regional llegara a alrededor de un 6.0%, en comparación con el 5.0% de 2006. Dado que tal incremento en el nivel de precios ocurrió, en general, en el contexto de un mayor dinamismo de la actividad económica, varios bancos centrales decidieron elevar sus tasas de interés de política monetaria.

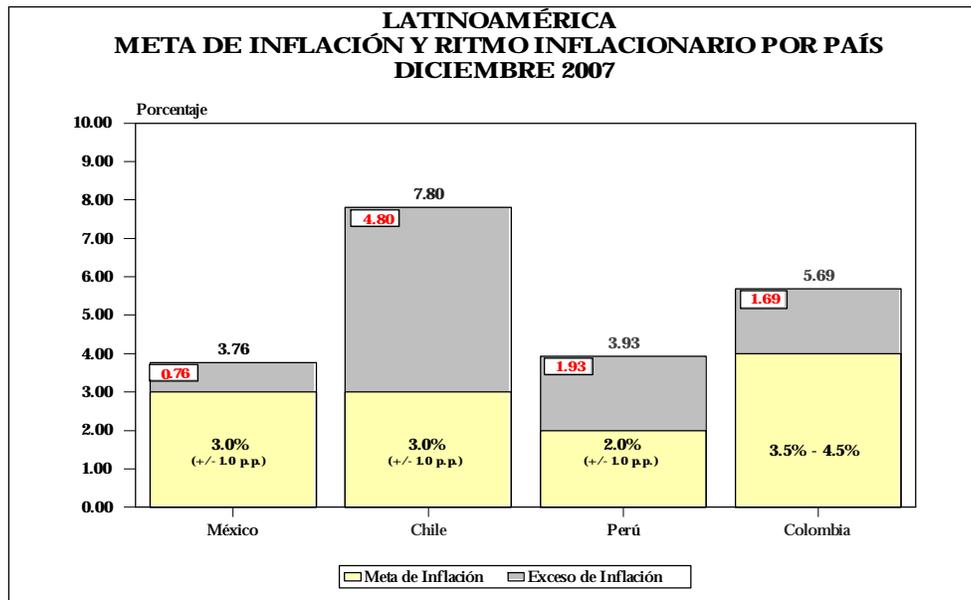
En los países de Latinoamérica que operan en un esquema de metas explícitas de inflación, entre los que se encuentran Chile, Colombia, México y

⁴ Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe 2007. Comisión Económica para América Latina y el Caribe -CEPAL-. Diciembre de 2007.



Perú, se produjo un incremento en el nivel general de precios superior al de sus respectivas metas de inflación establecidas por los bancos centrales. En general, dicho aumento estuvo ligado al incremento en el precio internacional del petróleo-derivados y de los alimentos.

En particular, resalta el caso de Chile que registró un ritmo inflacionario a diciembre de 2007 de 7.80%, superior en 4.80 puntos porcentuales al valor puntual de la meta establecida para dicho año. Por su parte, Perú y Colombia registraron un ritmo inflacionario de 3.93% y 5.69%, en su orden, los cuales también se ubicaron por encima de las metas de inflación que establecieron para 2007. Por último, es importante destacar que el repunte en los niveles de inflación de estos países, se asocia, fundamentalmente, a choques de oferta, especialmente en los precios de alimentos perecederos, en las tarifas de energía eléctrica y en los precios de los combustibles.





B. MEDIOS PARA ALCANZAR EL OBJETIVO FUNDAMENTAL

1. Participación en el mercado monetario

a) Operaciones de estabilización monetaria

Uno de los instrumentos de política monetaria clave en un esquema de metas explícitas de inflación, es el de las operaciones de estabilización monetaria -OEM-, que consiste en la negociación de certificados o títulos públicos a precios de mercado, por parte del Banco Central con las diferentes instituciones financieras y con los sectores público y privado, con la finalidad de expandir o contraer la oferta monetaria, a efecto de que, por un lado, se modere el comportamiento de la demanda agregada de la economía y, por el otro, se influya sobre la evolución de las tasas de interés y así contribuir al logro del objetivo final de política monetaria, cual es la estabilidad en el nivel general de precios.

i) En moneda nacional

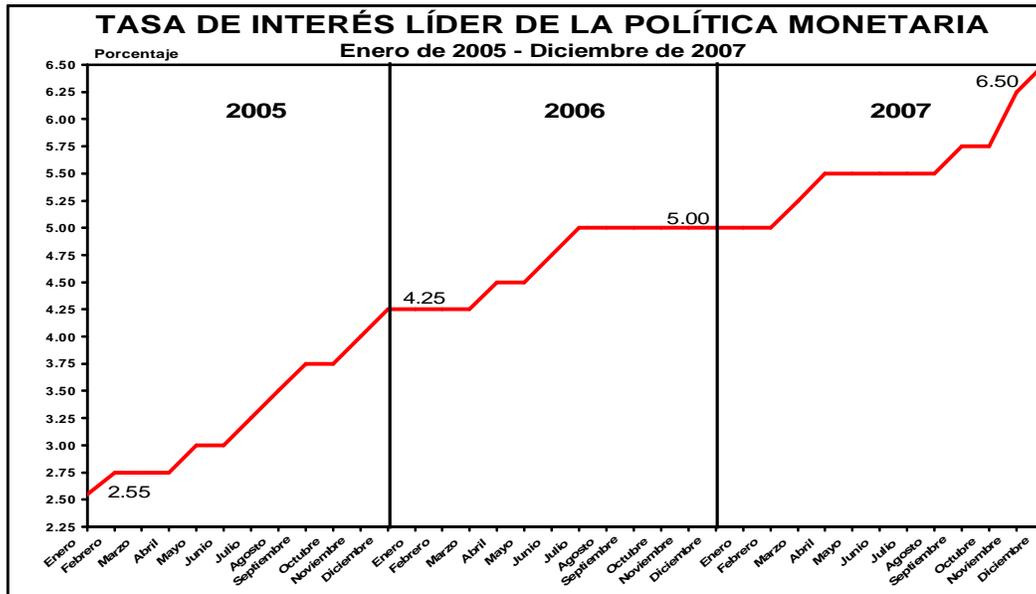
- **Por plazo**

Durante el período comprendido de enero a diciembre de 2007, en las OEM de corto plazo que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las Bolsas de Comercio, la tasa de interés de Depósitos a Plazo -DP- al plazo de 7 días (tasa de interés líder de la política monetaria) se incrementó el 29 de marzo de 5.00% a 5.25%, el 26 de abril de 5.25% a 5.50%, el 27 de septiembre de 5.50% a 5.75%, el 2 de noviembre de 5.75% a 6.00%, el 29 de noviembre de 6.00% a 6.25% y el 27 de diciembre de 6.25% a 6.50%. Con los incrementos en la tasa de interés líder, como se indicó, se buscó moderar las expectativas de inflación de los agentes económicos, afianzar el compromiso del Banco Central en cuanto a la estabilidad en el nivel general de precios y consolidar la credibilidad de la política monetaria, ello tomando en cuenta que la economía del país estuvo expuesta a choques externos que tuvieron un impacto significativo en el nivel general de precios, asociados a aumentos en el precio internacional del petróleo-derivados, del maíz y del trigo. Es pertinente mencionar que los incrementos en la tasa de interés líder también



propiciaron que ésta fuera menos negativa en términos reales, lo cual empezará gradualmente a hacer más eficiente la transmisión de la política monetaria.

A continuación se presenta una gráfica que ilustra el comportamiento de la tasa de interés líder de la política monetaria en los últimos años.



Por su parte, las tasas de interés de las OEM en el mecanismo de licitación (efectuadas a plazos mayores de 7 días) fueron determinadas por las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se recibieron. El Comité de Ejecución del Banco de Guatemala continuó aplicando límites máximos (cupos) para cada uno de los plazos de hasta un año, los cuales se fijaron tomando en cuenta la información que proporcionó el flujo estimado de monetización y la regla establecida para el efecto, la que, a su vez, se fundamentó en una estructura de plazos acorde con su comportamiento histórico reciente y en un entorno que propicie gradualmente la reducción del saldo de las OEM de muy corto plazo (7 días).

El Comité de Ejecución, tomando en cuenta lo acordado en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, acordó que, a partir de enero de 2007, el Banco de Guatemala convocara a licitación los lunes a plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días, con cupos preestablecidos; mientras que los martes y los jueves a plazos de 1092 días



(3 años), de 1820 días (5 años) y de 2548 días (7 años), sin cupos preestablecidos. Asimismo, dicho cuerpo colegiado determinó que las convocatorias de los lunes se realizaran de forma alterna a los plazos de 91 días y de 182 días; es decir, 91 días y 364 días una semana y 182 días y 364 días la semana subsiguiente.

Posteriormente, con motivo de la participación del Ministerio de Finanzas Públicas en el mercado de dinero a plazos largos, el Comité de Ejecución decidió que el Banco de Guatemala suspendiera, a partir del 5 de febrero, las licitaciones de Depósitos a Plazo a plazos mayores de un año (3, 5 y 7 años).

Tomando en cuenta que aún prevalecían excedentes de liquidez que podrían ser esterilizados a plazos largos, el Comité de Ejecución estimó conveniente que el Banco de Guatemala realizara colocaciones de depósitos a plazo a plazos mayores a un año. En ese sentido, dicho Comité acordó, por una parte, que a partir del 13 de septiembre se convocara a licitación de Depósitos a Plazo a 3 años y a 5 años y, por la otra, que a partir del 9 de noviembre se convocará a licitación de Depósitos a Plazo a 8 años. Dichas convocatorias se harían semanalmente, adoptando la modalidad aplicada a inicios de 2007 y que también fue utilizada por el Ministerio de Finanzas Públicas; es decir, por plazo, sin cupos preestablecidos y que las tasas de interés fueran determinadas por las condiciones del mercado.

En la tabla siguiente se presentan las tasas de interés promedio ponderado mensual para los plazos convocados.

TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO DE OPERACIONES
DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA EN LICITACIÓN
DE ENERO A DICIEMBRE 2007
- En Porcentajes -

PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
91	-	5.25	5.25	-	-	-	5.77	5.77	-	-	-	-
182	5.50	-	5.50	-	-	-	6.05	6.05	-	-	-	-
364	6.20	6.20	6.20	6.38	6.56	6.65	6.65	6.65	6.65	6.65	-	-
1,092	6.80	-	-	-	-	-	-	-	7.00	7.00	7.01	7.18
2,548	8.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2,912	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.10	8.10

Cabe indicar que el Banco de Guatemala dejó de convocar a licitación a los plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días, a partir del 5 de octubre, debido a la decisión del Comité de Ejecución de realizar la recepción de



Depósitos a Plazo por fecha de vencimiento, en lugar de efectuarla por plazo, conforme disposiciones de la Junta Monetaria.

- **Por fecha de vencimiento**

La Junta Monetaria, en resolución JM-154-2007 del 5 de septiembre de 2007, aprobó el Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo en Moneda Nacional a ser Constituidos en el Banco de Guatemala, el cual cobró vigencia el 8 de octubre de 2007. Dicho reglamento establece, entre otras disposiciones, que el Banco de Guatemala podrá recibir Depósitos a Plazo -DP- por fecha de vencimiento. La recepción de DP por fecha de vencimiento tiene el propósito de reducir la fragmentación del mercado de instrumentos financieros públicos, de coadyuvar al desarrollo y fortalecimiento del mercado secundario de tales instrumentos y de propiciar la formación de una curva de rendimientos de depósitos a plazo, aspectos relevantes para avanzar hacia un marco operacional de realización de operaciones de estabilización monetaria, congruente con un esquema de metas explícitas de inflación que permita mejorar la transmisión de la política monetaria, es decir, influir de manera más efectiva sobre la inflación.

El Comité de Ejecución acordó que las licitaciones de DP se realizaran por fecha de vencimiento, por medio de las bolsas de comercio, los lunes de cada semana y para el efecto estableció cupos de captación con base en el valor estimado de los montos de liquidez a neutralizar, los cuales son determinados con base en los vencimientos programados de DP colocados en licitaciones y en el excedente de liquidez agregada estimado de acuerdo al programa monetario para el trimestre correspondiente. En ese sentido, las posturas se adjudican por precio y con valores nominales estandarizados, para los DP captados por medio de licitaciones, de Q100.0 miles, de Q1.0 millones y de Q10.0 millones.

En cuanto a las fechas de vencimiento, se establecieron las siguientes: 10 de diciembre de 2007; 10 de marzo de 2008; 9 de junio de 2008; 8 de septiembre de 2008; y, 8 de diciembre de 2008. Dichas fechas se determinaron en función de los espacios monetarios que indicó el programa monetario.



Por otra parte, en lo que se refiere a las licitaciones de DP en forma directa con entidades públicas, el Comité de Ejecución estableció que se convocara a licitaciones semanalmente, el día de mayor concentración de vencimientos de depósitos constituidos por dichas entidades, por fechas de vencimiento, sin cupos preestablecidos, sin valores nominales estandarizados y por precio. Los precios de adjudicación serían determinados de acuerdo con las condiciones del mercado, reflejadas en las posturas que se reciban, considerando los precios de referencia establecidos por los departamentos técnicos.

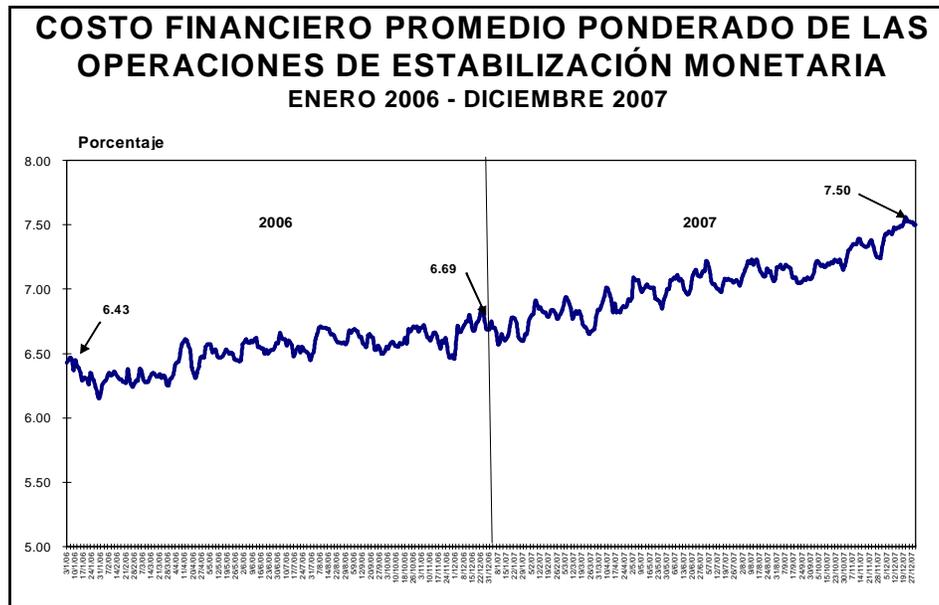
En la tabla siguiente se presentan los rendimientos promedio en licitación, calculados con base en los precios de adjudicación, para las fechas de vencimiento establecidas.

**RENDIMIENTOS PROMEDIO DE OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN
MONETARIA EN LICITACIÓN**

DE OCTUBRE A DICIEMBRE DE 2007
- En porcentajes -

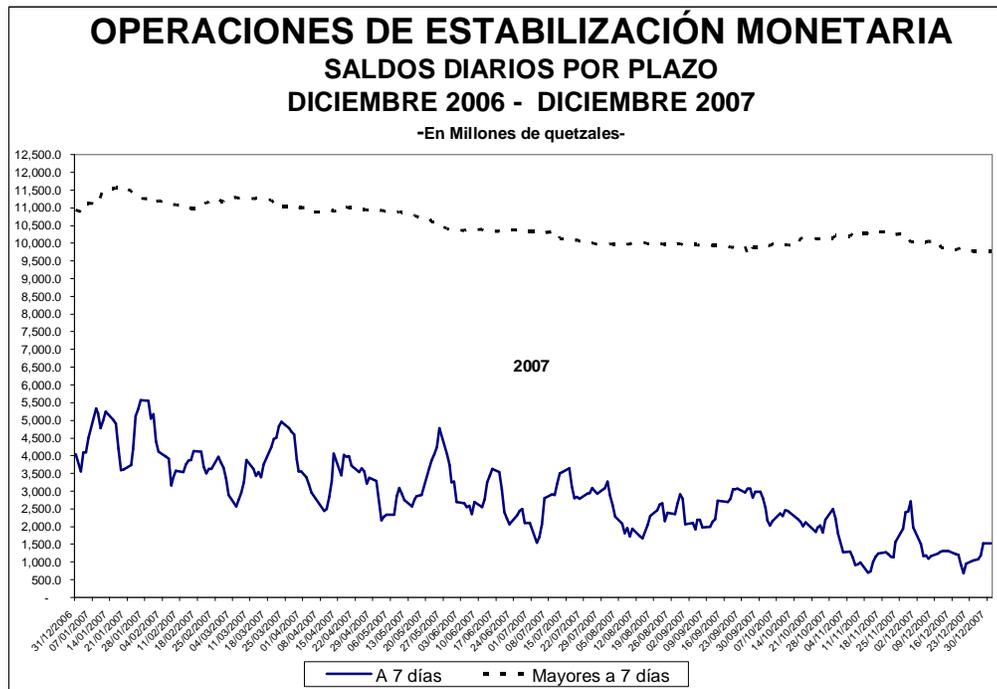
FECHA DE VENCIMIENTO	OCTUBRE		NOVIEMBRE		DICIEMBRE	
	Por medio de las Bolsas de Valores	En forma directa	Por medio de las Bolsas de Valores	En forma directa	Por medio de las Bolsas de Valores	En forma directa
10/12/2007	-	5.94	-	6.12	-	-
10/03/2008	6.35	6.33	-	-	-	6.15
09/06/2008	-	-	-	-	6.50	-
08/09/2008	6.65	6.61	6.71	6.84	6.60	-
08/12/2008	-	-	-	-	7.00	6.99

El costo financiero promedio ponderado del saldo de las OEM durante el período del 31 de diciembre de 2006 al 31 de diciembre de 2007 mostró un comportamiento al alza, al pasar de 6.69% a 7.50%, como consecuencia de la colocación de OEM a los plazos de 1092 días (3 años), de 2548 días (7 años) y de 2912 días (8 años); así como, por la disminución de los saldos de las OEM a corto plazo (los cuales son colocados con un rendimiento menor). En la gráfica siguiente se muestra el comportamiento del costo financiero promedio ponderado de enero de 2006 al 31 de diciembre de 2007.



Al analizar el saldo de las OEM por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (asociadas a la tasa de interés líder de la política monetaria) y en operaciones a plazos mayores. Como se observa en la gráfica siguiente, durante el período analizado dichas operaciones se han concentrado principalmente en plazos mayores a 7 días, alcanzando un saldo mínimo de Q9,646.5 millones el 25 de septiembre de 2007 y un máximo de Q11,576.2 millones el 19 de enero de 2007.

En cuanto a las operaciones a 7 días, éstas registraron un saldo máximo de Q5,577.9 millones el 26 de enero de 2007 y un mínimo de Q684.5 millones el 20 de diciembre de 2007. El saldo total de las OEM registrado al 31 de diciembre de 2007 ascendió a Q11,304.6 millones, del cual Q1,524.6 millones (13.5%) corresponde al plazo de 7 días.



Por otra parte, en el marco para la realización de las operaciones de estabilización monetaria, contenido en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007, el Banco de Guatemala continuó participando en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de comercio, inyectando y retirando liquidez.

En ese contexto, el Comité de Ejecución acordó mantener posturas de oferta de liquidez al plazo de 7 días, recibiendo como garantía de dichas operaciones únicamente títulos públicos.

Asimismo, el Comité de Ejecución acordó que a partir del 22 de enero de 2007, era necesario contar con medidas preventivas para proporcionar liquidez al sistema bancario. En ese sentido, consideró que era procedente ampliar los plazos para las operaciones de inyección de liquidez, de manera temporal, hasta el 31 de marzo de 2007, para lo cual dispuso que el Banco de Guatemala realizara dichas operaciones a los plazos de 7, de 14 y de 28 días a las tasas de interés de 6.50%, de 6.60% y de 6.75%, respectivamente. La garantía de



dichas operaciones se constituiría recibiendo únicamente títulos públicos, expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

En el contexto descrito, vale la pena puntualizar que la elección de las tasas de interés indicadas se fundamentó en que la brecha entre las tasas de interés líder pasiva y activa, por una parte, converja a un nivel que no permita el arbitraje y, por la otra, que no sea demasiado alta que desincentive el acceso a recursos del Banco Central.

El Comité de Ejecución acordó, el 30 de marzo de 2007, prorrogar hasta el 31 de mayo de 2007 la realización de operaciones de inyección de liquidez a los plazos de 7, de 14 y de 28 días, con el propósito de que, de ser necesario, las instituciones bancarias pudieran acceder a mecanismos que les permitieran proveerse de liquidez proveniente del Banco Central. Para la determinación de las tasas de interés a aplicar, el Comité acordó que el Banco de Guatemala realizara operaciones de inyección de liquidez a tasas de interés que mantuvieran el margen actual sobre la tasa líder de política monetaria; es decir, de 1.50 puntos porcentuales para el plazo de 7 días; de 1.60 puntos porcentuales para el plazo de 14 días; y, de 1.75 puntos porcentuales para el plazo de 28 días. Asimismo, el Comité de Ejecución dispuso que se continuara aceptando como garantía de dichas operaciones títulos públicos expresados en quetzales o en dólares de los Estados Unidos de América.

El 25 de mayo de 2007, el Comité de Ejecución acordó que a partir del 1 de junio dichas operaciones de inyección de liquidez se realizaran únicamente al plazo de 7 días y que la tasa de interés a aplicar mantuviera el margen de 1.50 puntos porcentuales respecto de la tasa de interés líder de política monetaria. Como consecuencia del último aumento decidido por la Junta Monetaria a la tasa de interés líder de política monetaria, a partir del 27 de diciembre de 2007 la tasa de inyección de liquidez para 7 días se situó en 8.00%.

De enero a diciembre de 2007 se realizaron operaciones de inyección de liquidez en los términos siguientes: al plazo de 7 días, Q1,963.1 millones (Q331.4 millones en términos netos); al plazo de 14 días, Q38.1



millones (Q0.0 millones en términos netos); y, al plazo de 28 días, Q261.4 millones (Q0.0 millones en términos netos). El saldo de dichas operaciones, al 31 de diciembre era de Q331.4 millones.

ii) **En moneda extranjera**

El Comité de Ejecución, tomando en cuenta que durante el período de enero a diciembre de 2007 no se evidenciaron presiones cambiarias ni se anticipaban vencimientos significativos de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América negociados con residentes, estimó innecesario convocar a licitación de DP en la moneda citada.

El Comité de Ejecución acordó que el Banco de Guatemala, a partir del 26 de marzo, siguiera aceptando a las entidades públicas la constitución de depósitos a los plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días en dólares de los Estados Unidos de América en forma directa en ventanilla. Para el efecto, estableció que la tasa de interés a aplicar se determinara por una comisión en la que participara la Presidencia, la Gerencia y el Departamento de Operaciones de Estabilización Monetaria del Banco de Guatemala, para lo cual se podría tomar como referencia la tasa de interés de Letras del Tesoro de los Estados Unidos de América a plazos similares o la tasa de rendimiento de las inversiones de las reservas monetarias internacionales.

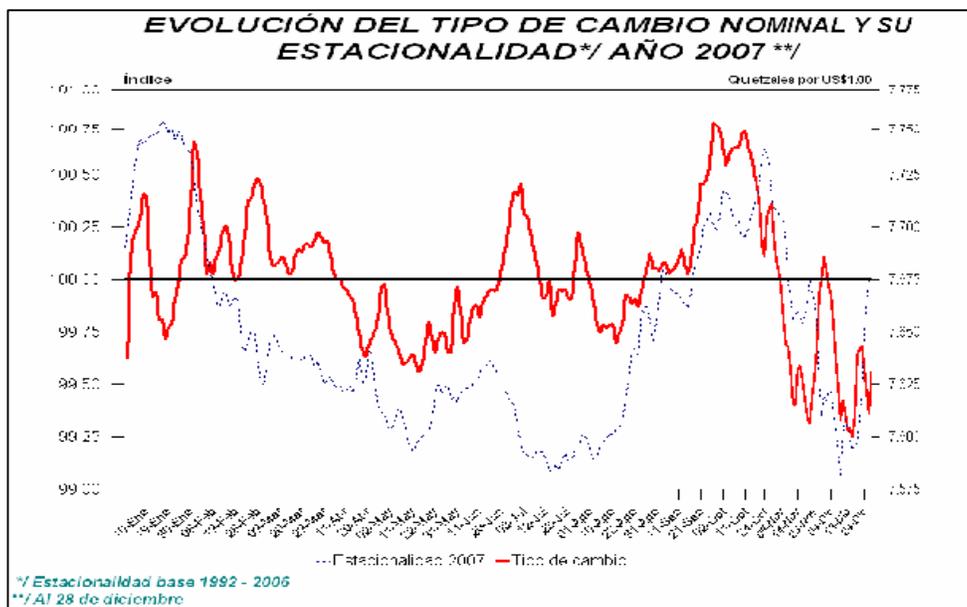
Cabe mencionar que al 31 de diciembre de 2007, el saldo de las OEM en dólares de los Estados Unidos de América ascendió a US\$46.7 millones.

2. Participación en el mercado cambiario

El tipo de cambio nominal promedio ponderado en el mercado institucional de divisas registró una depreciación de Q0.00567 (0.07%), al pasar de Q7.62534 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2006 a Q7.63101 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2007.



Cabe hacer notar que el tipo de cambio nominal a lo largo de 2007 registró una volatilidad moderada y, en general, su comportamiento como se ilustra en la gráfica siguiente, fue consistente con su estacionalidad, razón por la cual no se activó la regla para la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario, contenida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia de 2007.



II. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. TASAS DE INTERÉS

1. Tasa de interés parámetro

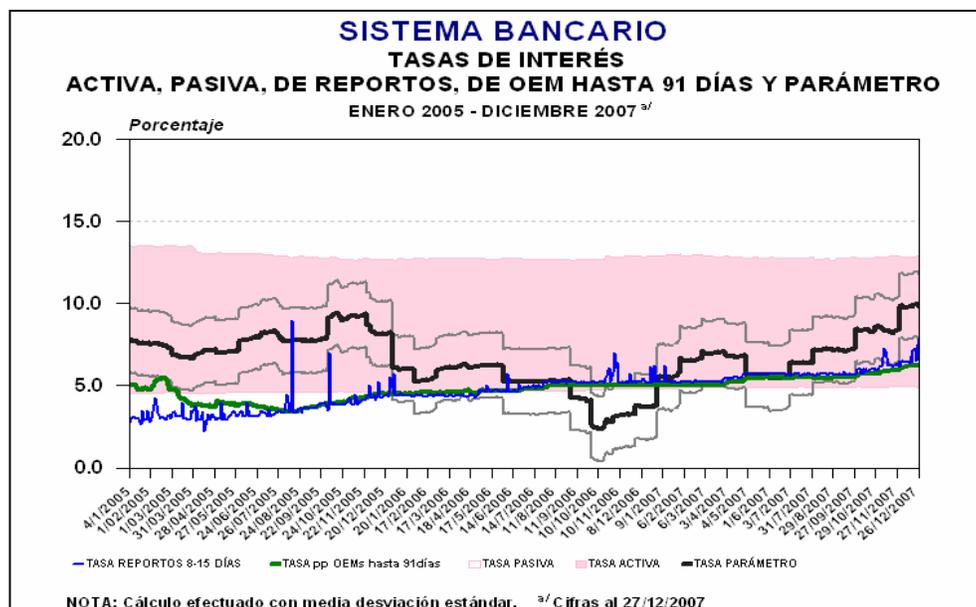
La tasa de interés parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”⁵ e incorpora ajustes sobre una tasa base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada y de tipo de cambio nominal; su resultado indica los niveles de tasa de interés que deberían privar en el mercado para ser compatibles con la meta de inflación. En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 se estableció que la tasa de interés parámetro se comparara tanto

⁵ Indicador utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, razón por la cual se le ha denominado tasa parámetro.



con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto de entre 8 y 15 días, como con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días plazo.

Al 27 de diciembre de 2007, la tasa de interés parámetro se situó en 9.80% y sus límites superior e inferior (calculados con media desviación estándar) en 11.74% y 7.79%, respectivamente. Tanto la tasa de interés de reportos para plazos entre 8 y 15 días, como la tasa de interés para las operaciones de estabilización monetaria para los plazos de hasta 91 días se mantuvieron por debajo de los márgenes de tolerancia de la tasa de interés parámetro. Al 27 de diciembre dichas tasas se ubicaron en 7.24% y 6.26% respectivamente; lo cual sugería que la política monetaria a la referida fecha fuera restrictiva. Cabe mencionar que durante los primeros tres trimestres de 2007, la tasa de interés parámetro sugirió una política monetaria invariable (dado que las mencionadas tasas de interés de reportos y de operaciones de estabilización monetaria se ubicaron dentro del respectivo margen de tolerancia). No obstante, a partir del cuarto trimestre de 2007 la tasa de interés parámetro empezó a sugerir una política monetaria restrictiva, lo que coincide con el período de aceleración de la inflación y de la intensificación del efecto de los choques de oferta que se han venido comentando.





2. Tasa de interés pasiva de paridad

La competitividad externa de la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional puede ser evaluada si se le compara con la tasa de interés pasiva de paridad. Esta última se define como la suma de tres elementos: i) una tasa de interés internacional comparable; ii) una prima por riesgo cambiario; y, iii) una prima por riesgo país.

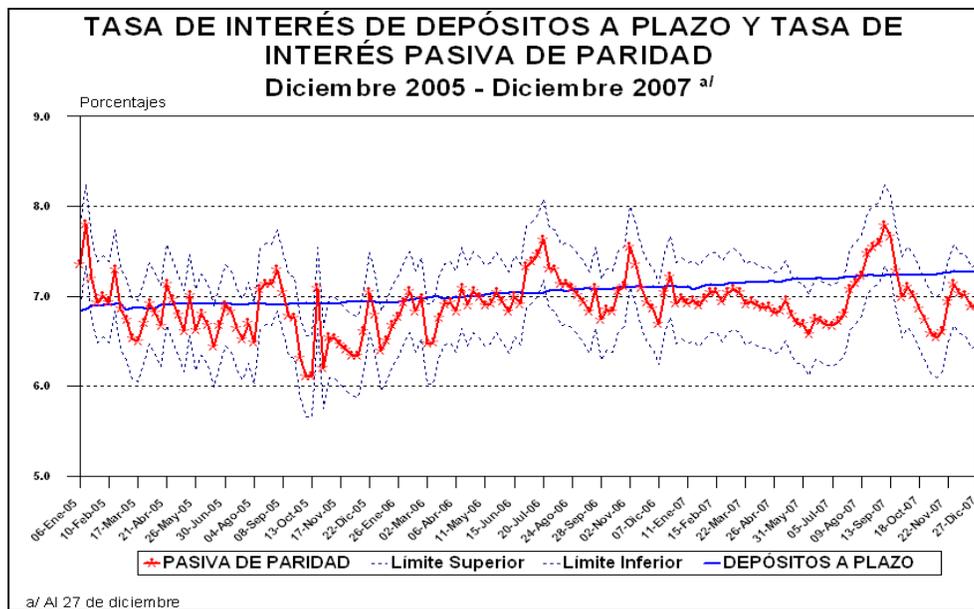
Para efectos de medición, en el presente análisis se utiliza la tasa de interés para depósitos a seis meses plazo en los Estados Unidos de América, como una tasa de interés pasiva externa comparable con la tasa de interés pasiva interna en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para depósitos a plazo). Además, para estimar la prima por riesgo cambiario, se utiliza la diferencia entre el tipo de cambio nominal promedio (compra y venta) observado en el Mercado Institucional de Divisas y el tipo de cambio nominal promedio (compra y venta) de las posturas en el mercado de futuros de Guatemala. A la vez, para estimar la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional⁶ y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Durante el período de enero a octubre de 2007 se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva interna), con excepción de agosto y la primera quincena de septiembre, fue superior a la tasa de interés pasiva de paridad. En efecto, al 27 de diciembre, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo se situó en 7.28%; en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 6.90%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación aconsejaría a los agentes económicos que a diciembre de 2007 habría resultado más favorable ahorrar internamente.

⁶ Hasta el 2 de agosto de 2007 se utilizó la tasa de rendimiento promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001 y 2003. A partir del 3 de agosto de 2007, dicha ponderación incluye únicamente las emisiones 2001 y 2003, en virtud de que la emisión de 1997 se amortizó en su totalidad en la referida fecha.



En cuanto a la orientación de política monetaria que brinda la variable citada, se observó que al comparar la tasa de interés para depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa de interés pasiva de paridad⁷, ésta se ubicó, dentro de dicho margen, durante cuatro períodos: el primero, desde enero hasta mediados de mayo de 2007; el segundo, desde la última semana de julio hasta agosto de 2007; el tercero, desde la tercera semana de septiembre hasta la primera quincena de octubre de 2007; y el cuarto, a partir de la penúltima semana de noviembre y hasta finalizar el año, sugiriendo una orientación de política monetaria invariable. Cabe mencionar que a partir de la tercera semana de mayo hasta la tercera semana de julio y desde la última semana de octubre hasta la segunda semana de noviembre la referida variable se ubicó por arriba del límite superior del margen de tolerancia, lo que aconseja relajar las condiciones monetarias. Sin embargo, durante la primera quincena de septiembre, dicha variable se ubicó por debajo del límite inferior del margen de fluctuación, lo que sugería restringir la política monetaria.



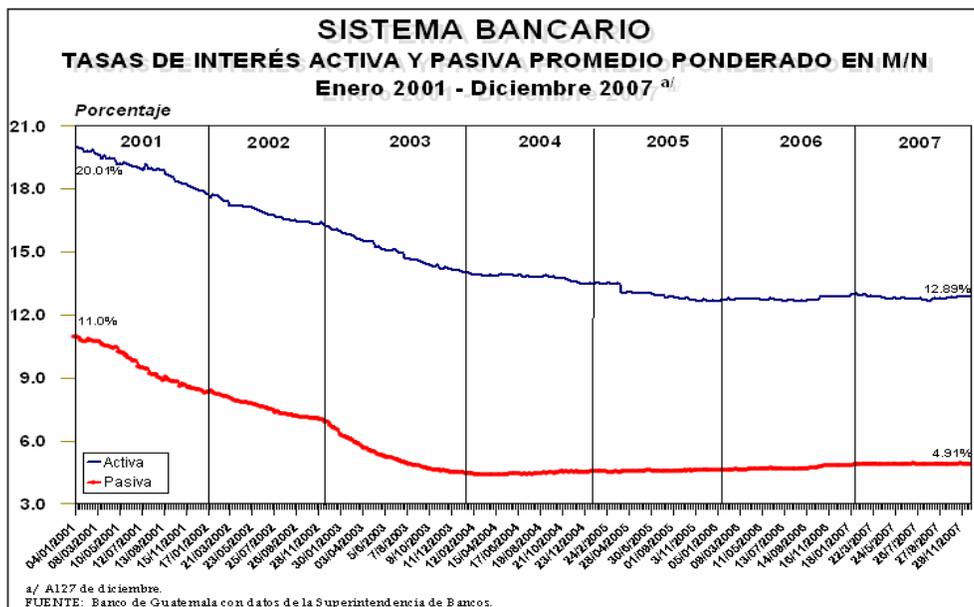
⁷ La Junta Monetaria en resolución JM-168-2006 del 28 de diciembre de 2006, dispuso que a la tasa pasiva de paridad se le incluyera un margen de tolerancia de +/- media desviación estándar.



3. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario⁸

a) En moneda nacional

De enero a diciembre de 2007, las tasas de interés promedio ponderado continuaron con un comportamiento estable y una leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 27 de diciembre se situó en 12.89%, superior en 0.01 puntos porcentuales con respecto a la observada a finales de diciembre de 2006 (12.88%)⁹; mientras que la tasa pasiva promedio ponderado se ubicó en 4.91%, superior en 0.07 puntos porcentuales a la registrada al 31 de diciembre de 2006 (4.84%)¹⁰.



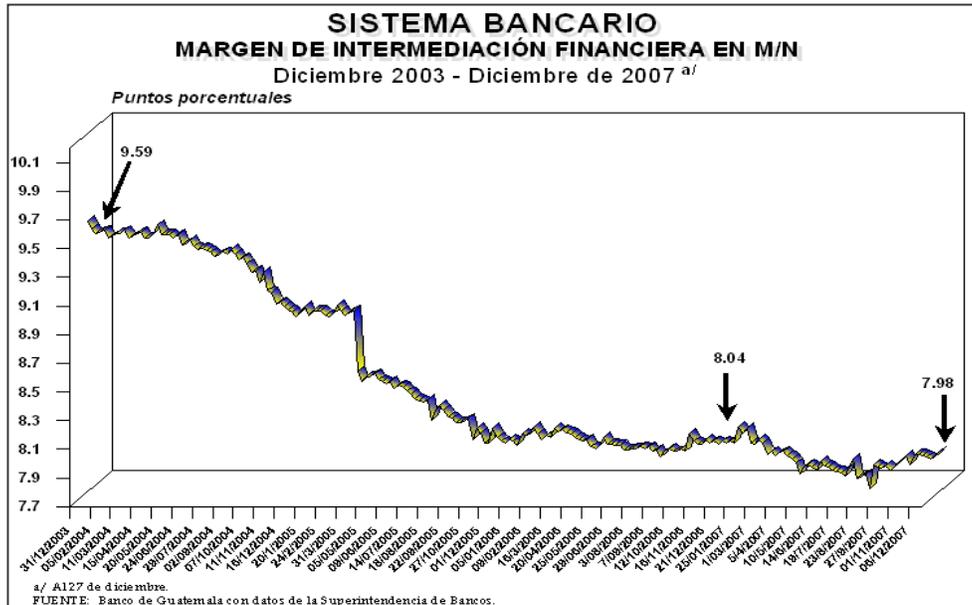
⁸ Corresponde a la metodología utilizada por el Banco de Guatemala, la cual difiere respecto de la utilizada por la Superintendencia de Bancos. En efecto, en el cálculo de la tasa de interés activa promedio ponderado, el Banco de Guatemala no incluye el dato correspondiente al rubro de financiamiento con tarjetas de crédito, mientras que la Superintendencia de Bancos no incorpora el dato correspondiente a los préstamos con tasa de interés cero. Por su parte, en el cálculo de la tasa de interés pasiva promedio ponderado, el Banco de Guatemala no incluye el dato correspondiente a los depósitos a la vista.

⁹ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés activa en moneda nacional por grupo de bancos, se observa que la relativa al grupo de bancos grandes al 31 de diciembre de 2006 registró un nivel de 11.79%, mientras que al 27 de diciembre de 2007 fue de 11.93%. En cuanto a la tasa de interés activa del grupo de bancos medianos, ésta al 31 de diciembre de 2006 fue de 13.23%, en tanto que al 27 de diciembre de 2007 se ubicó en 12.53%. En el caso de los bancos pequeños, la tasa de interés activa registrada al 31 de diciembre de 2006 fue de 15.80%, mientras que al 27 de diciembre se situó en 22.89%.

¹⁰ Al evaluar el comportamiento de la tasa de interés pasiva en moneda nacional por grupo de bancos, se observa que la correspondiente al grupo de bancos grandes al 31 de diciembre de 2006 registró un nivel de 4.63%, mientras que al 27 de diciembre de 2007 fue de 4.59%. En cuanto a la tasa de interés pasiva del grupo de bancos medianos, ésta al 31 de diciembre de 2006 fue de 4.76%, en tanto que al 27 de diciembre de 2007 se ubicó en 5.10%. En el caso de los bancos pequeños, la tasa de interés activa registrada al 31 de diciembre de 2006 fue de 6.00%, mientras que al 27 de diciembre se situó en 7.01%.

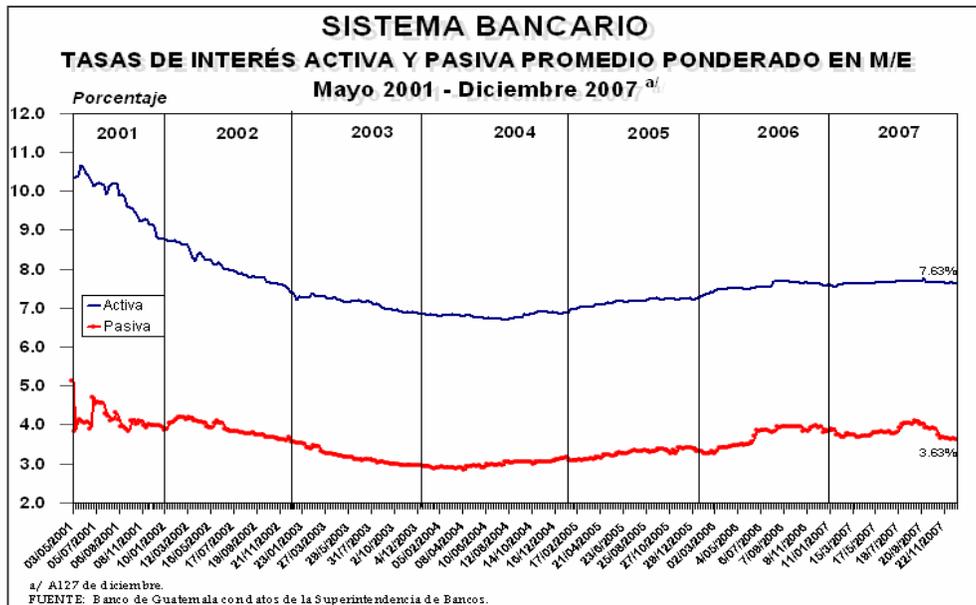


Como consecuencia del comportamiento que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera se situó en 7.98 puntos porcentuales, inferior en 0.06 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2006 (8.04 puntos porcentuales).

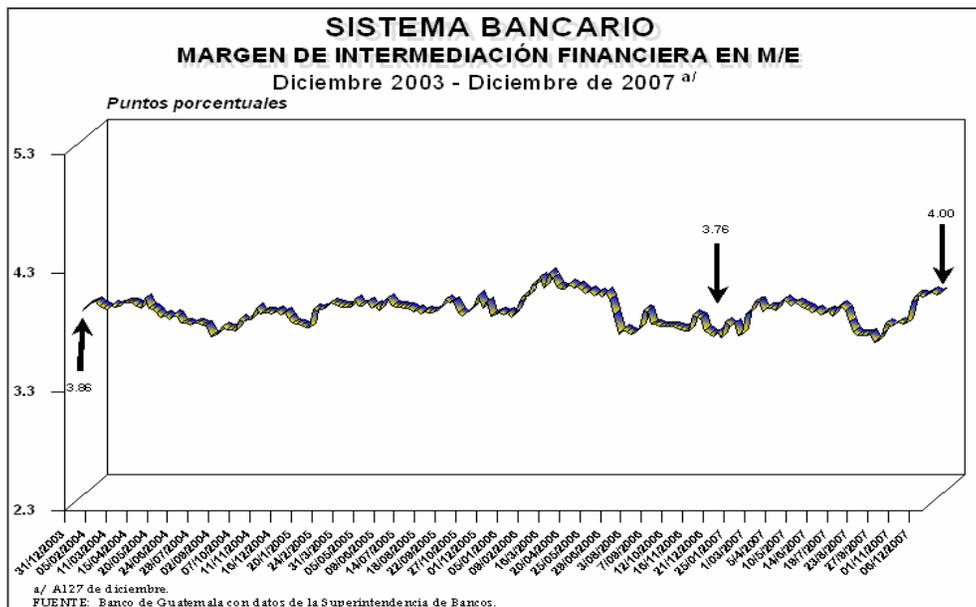


b) En moneda extranjera

Las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado, durante el período enero-diciembre de 2007 exhibieron un comportamiento estable. En efecto, la tasa de interés activa, el 27 de diciembre se situó en 7.63%, superior en 0.06 puntos porcentuales a la observada el 31 de diciembre de 2006 (7.57%). Por su parte, la tasa de interés pasiva mostró una disminución, al pasar de 3.81% en diciembre de 2006 a 3.63% el 27 de diciembre de 2007.



Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, el margen de intermediación financiera aumentó 0.24 puntos porcentuales, al pasar de 3.76 puntos porcentuales en diciembre de 2006 a 4.00 puntos porcentuales el 27 de diciembre de 2007.





B. LIQUIDEZ PRIMARIA

La Junta Monetaria en resolución JM-64-2006 dispuso, entre otros aspectos, complementar el seguimiento de la liquidez primaria, que se realiza mediante la emisión monetaria, con un indicador que incorpore el comportamiento del encaje bancario y de las OEM que tienen incidencia en la liquidez bancaria, denominado base monetaria amplia. En ese sentido, la orientación que brinda la liquidez primaria como variable indicativa de la política monetaria, se obtiene mediante la ponderación del desvío tanto de la emisión monetaria como de la base monetaria amplia, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas variables¹¹.

A continuación se presenta el comportamiento de cada uno de los componentes de la liquidez primaria al 31 de diciembre de 2007.

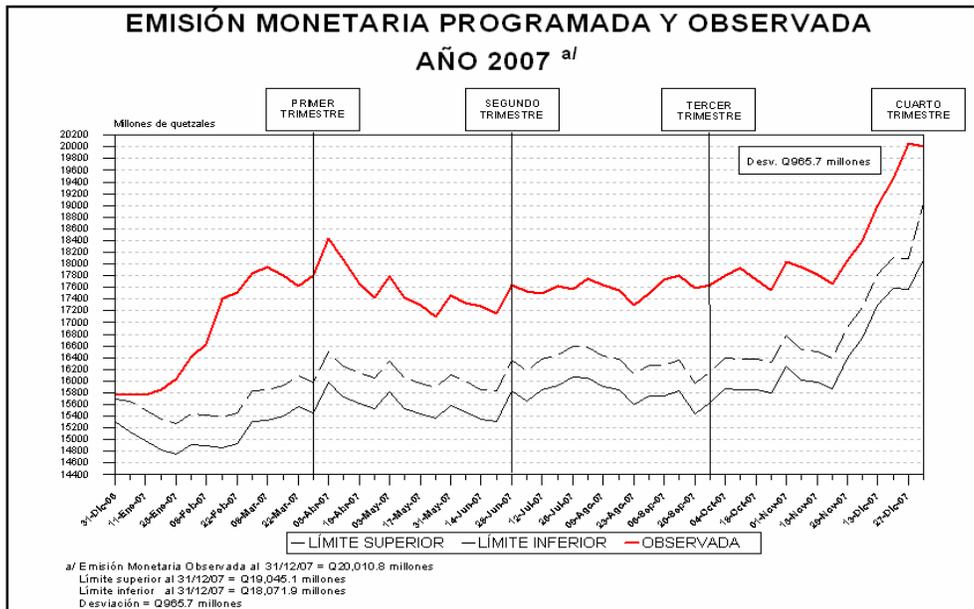
1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario aprobado por la Junta Monetaria para 2007, se estimó que la demanda de emisión monetaria crecería, en términos interanuales, en alrededor de 11.2%¹², aumento compatible con una tasa esperada de crecimiento de la actividad económica de 5.1% y con la meta de inflación (5% +/- 1 punto porcentual).

Una de las características de la demanda de emisión monetaria es que su estacionalidad y tendencia permiten predecirla razonablemente, lo cual facilita programar su comportamiento conforme a un corredor que incorpore posibles fluctuaciones transitorias de liquidez.

¹¹ Un valor por encima del límite superior del corredor programado para cada una de dichas variables sugiere una política monetaria restrictiva, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del corredor indica una política monetaria invariable.

¹² Es importante resaltar que de acuerdo con la estimación del cierre del programa monetario para 2007 la emisión monetaria registrará un incremento interanual de alrededor del 11.8%, congruente con la nueva estimación de crecimiento del PIB de 5.7% para 2007.



En 2007, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por encima del límite superior del corredor programado, registrando al 31 de diciembre de 2007 un desvío de Q965.7 millones. Conforme el análisis efectuado por los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, se estableció que una parte importante del citado desvío (alrededor de Q500.0 millones) obedeció a los factores no inflacionarios siguientes: a) crecimiento de la actividad económica mayor al previsto a inicios de año; b) un mayor requerimiento de disponibilidades de caja por parte de los bancos del sistema (asociado a un incremento tanto en el número de agencias como en las disponibilidades en cajeros automáticos). Por otra parte, la mayor preferencia de efectivo por parte de los agentes económicos, derivada de la suspensión de operaciones de dos bancos del sistema (uno en octubre de 2006 y el otro en enero de 2007), habría incidido en comportamiento de la emisión monetaria, principalmente en los primeros tres meses de 2007, cuando, como se muestra en la gráfica anterior, se evidenciaron los desvíos más altos del año.



2. Base monetaria amplia

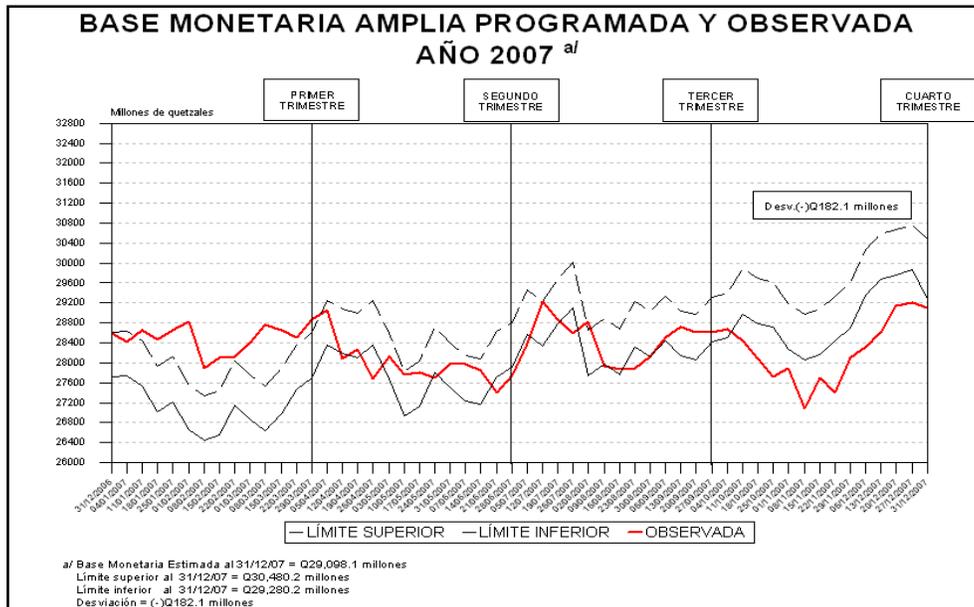
La base monetaria es un concepto fundamental tanto en la teoría macroeconómica como en la teoría monetaria, que consiste en la cantidad de dinero en poder del público (numerario) más las reservas bancarias. Su importancia radica en que representa el agregado monetario básico que puede ser controlado directamente por la autoridad monetaria, además de poseer un efecto multiplicador de la oferta monetaria. Por esta última razón, en la teoría monetaria también se le conoce como dinero de alto poder.

En ese sentido, la base monetaria amplia se calcula mediante la sumatoria del numerario en circulación, del encaje bancario y del saldo de las OEM de corto plazo con el sector bancario (con vencimiento de hasta 91 días)¹³.

Al igual que en el caso de la emisión monetaria, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, el seguimiento de la base monetaria amplia puede realizarse mediante un corredor que sea consistente con dicho rango y que incorpore posibles fluctuaciones transitorias de liquidez. Cabe indicar que el margen de tolerancia del referido corredor se estableció en una desviación estándar.

En el contexto descrito, se estimó que al finalizar el año, la base monetaria amplia crecería en alrededor de 13.0% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2006, lo que representa un aumento de Q3,701.8 millones.

¹³ Esta versión amplia de base monetaria es consistente con lo previsto en el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras (Edición 2000) del Fondo Monetario Internacional. Cabe indicar que la versión restringida de la citada variable, se integra únicamente por el numerario en circulación y el encaje bancario.



Durante el primer trimestre de 2007, la referida variable mostró un desvío promedio de Q569.0 millones por arriba del límite superior del corredor programado, comportamiento que se asocia, básicamente, a la mayor demanda de numerario por parte de los agentes económicos.

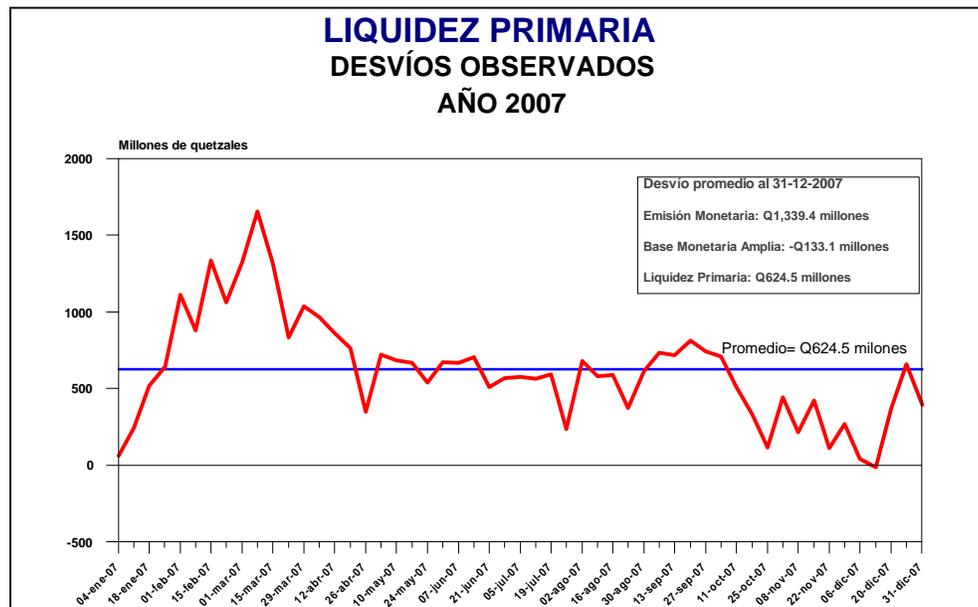
A lo largo del segundo y tercer trimestres del año, la trayectoria del saldo de la base monetaria amplia registró una tendencia muy cercana a su comportamiento estacional, registrándose durante dicho período un desvío promedio de Q214.0 millones por debajo del límite inferior del corredor programado. Cabe indicar que a partir del cuarto trimestre, la base monetaria amplia empezó a registrar una reducción importante en su nivel, ubicándose el 13 de diciembre, Q1,068.9 millones por debajo del límite inferior del corredor programado y registrando a esa fecha un desvío promedio respecto del referido límite inferior de Q781.5 millones. Tal comportamiento se explica, principalmente, por la disminución registrada tanto en las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo, como en el excedente de encaje bancario. Cabe indicar que no obstante dicho excedente continuó disminuyendo, a partir del 20 de diciembre y hasta finalizar el año, la base monetaria amplia aumentó, debido al incremento registrado en el numerario en circulación durante ese período, ubicándose



el 31 de diciembre de 2007 en Q29,098.1 millones, con un desvío promedio durante el año de Q133.1 millones por debajo del límite inferior establecido para esta variable.

Tomando en cuenta el comportamiento de las dos variables, al 31 de diciembre de 2007, la emisión monetaria se ubicó Q965.7 millones por arriba del límite superior del corredor programado, en tanto que la base monetaria amplia se situó Q182.1 millones por debajo del límite inferior del corredor programado, por lo que a la referida fecha, el desvío de la liquidez primaria fue de Q391.8 millones.

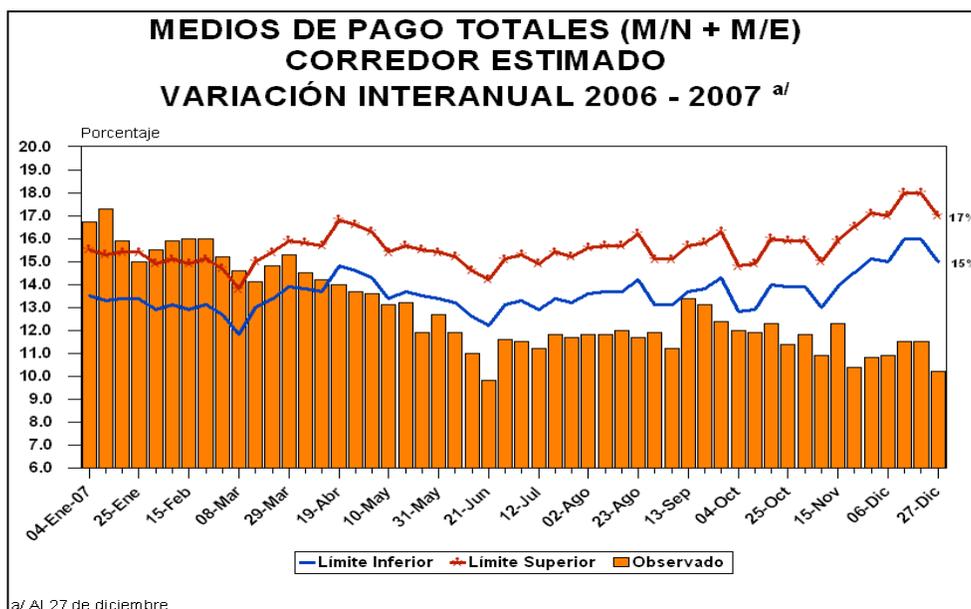
La gráfica siguiente ilustra el comportamiento del desvío de la liquidez primaria en 2007. Como puede observarse éste fue positivo durante todo el año, pero mostró una tendencia a la baja, fundamentalmente porque el comportamiento de la base monetaria amplia compensó en parte los desvíos de la emisión monetaria. De tal cuenta, en promedio, la liquidez primaria exhibió durante 2007 un desvío de Q624.5 millones, sugiriendo una política monetaria restrictiva.





C. MEDIOS DE PAGO TOTALES

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 se consideró que en congruencia con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago totales (M2) crecerían entre 15% y 17%, en términos interanuales para finales de año. Al 27 de diciembre de 2007, la variación interanual de M2 fue de 10.2%, la cual se ubica por debajo del límite inferior del margen de tolerancia estimado para esa fecha (15.0% - 17.0%). Cabe citar que los medios de pago se mantuvieron, en general, por debajo del límite inferior del corredor estimado, lo que sugirió relajar la política monetaria.



D. CRÉDITO BANCARIO TOTAL AL SECTOR PRIVADO

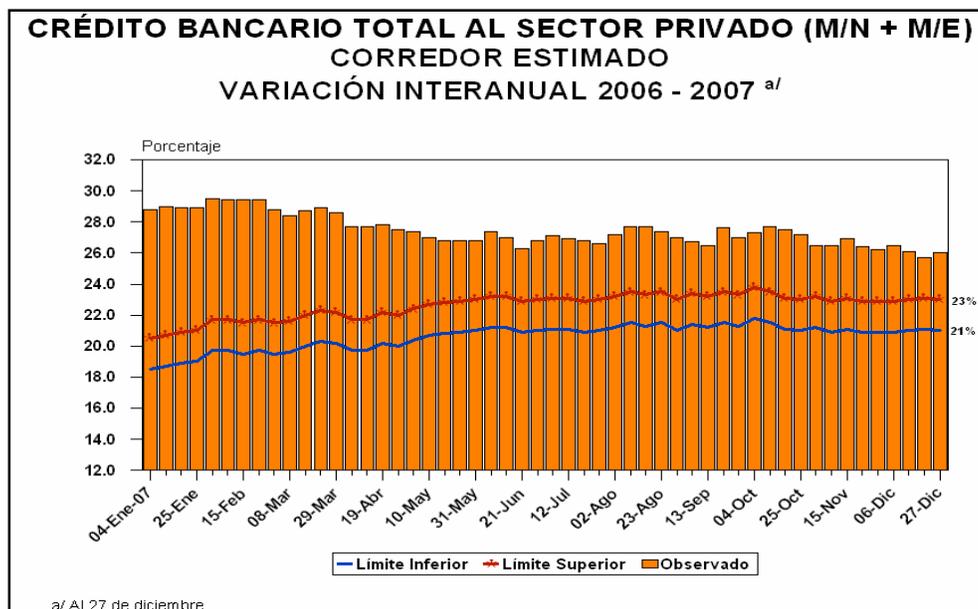
1. Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2007 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcanzaría una tasa de crecimiento interanual de entre 21.0% y 23.0%, consistente con el crecimiento de los medios de pago totales, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.



Al 27 de diciembre de 2007, la variación interanual del crédito bancario al sector privado total se situó en 26.0%, inferior en alrededor de 3.0 puntos porcentuales respecto del valor registrado a finales de 2006 (28.8%), reducción que se asocia a los efectos provenientes de los incrementos en la tasa de interés líder de la política monetaria efectuadas en el citado año.

En términos de orientación de política monetaria, vale indicar que la variación interanual del crédito bancario al sector privado se ubicó durante 2007 por arriba del límite superior del corredor estimado, por lo que sugirió restringir la política monetaria.



2. Cartera crediticia por actividad económica

La cartera crediticia del sistema bancario, según información del balance general consolidado al 30 de noviembre de 2007, se situó en Q71,262.5 millones, monto superior en Q14,664.2 millones (25.9%) al registrado en igual mes del año anterior. A la referida fecha, la cartera crediticia por actividad económica se concentró en las ramas siguientes: consumo, transferencias y otros, 27.9%; comercio, 22.4%; construcción, 13.8%; industria manufacturera, 11.3%; y, establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas, 10.8%.



En lo que corresponde a la variación de la cartera crediticia por actividad económica, de noviembre 2006 a noviembre de 2007, ésta se ha distribuido de la manera siguiente:

**SISTEMA BANCARIO
CARTERA CREDITICIA TOTAL POR ACTIVIDAD ECONOMICA
AÑOS 2006 - 2007**

- Millones de quetzales y porcentajes -

ACTIVIDAD	A noviembre 2006	A noviembre 2007	VARIACIÓN INTERANUAL		ESTRUCTURA	
			ABSOLUTA	RELATIVA	2006	2007
SALDO DE LA CARTERA (I +II+III)	56,598.3	71,262.5	14,664.2	25.9		
I. Sub-Total ^{1/}	47,179.4	65,317.6	18,138.2	38.4	100.0	100.0
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	3,016.0	3,610.2	594.2	19.7	6.5	5.5
Explotación de minas y canteras	108.4	137.8	29.4	27.1	0.2	0.2
Industria manufacturera	5,626.0	7,368.7	1,742.7	31.0	11.9	11.3
Electricidad, gas y agua	1,658.3	2,150.9	492.6	29.7	3.5	3.3
Construcción	6,211.7	9,003.8	2,792.1	44.9	13.2	13.8
Comercio	10,371.1	14,609.9	4,238.8	40.9	22.0	22.4
Transporte y almacenamiento	711.3	878.9	167.6	23.6	1.5	1.3
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	4,631.8	7,079.1	2,447.3	52.8	9.8	10.8
Servicios comunales, sociales y personales	1,897.7	2,281.0	383.3	20.2	4.0	3.5
Consumo, transferencias y otros	12,947.1	18,197.3	5,250.2	40.6	27.4	27.9
II. Saldo de cartera, según balance de bancos que no presentaron información por actividad económica	3,210.6	3,106.2	-104.4	-3.3		
III. Saldo de la cartera crediticia de las instituciones suspendidas por la Junta Monetaria	6,208.3	2,838.7	-3,369.6	-54.3		

^{1/} Las cifras desagregadas de la cartera, no incluyen dos instituciones que no presentaron información.
FUENTE: Superintendencia de Bancos.

E. ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN AL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS

Las expectativas de inflación se definen como la percepción de los agentes económicos acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas de inflación que para un cierto período se formen los agentes económicos, pueden influir en forma sustancial en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se registre en dicho período, lo que incluso puede ocurrir de manera independiente de los fundamentos de la economía.

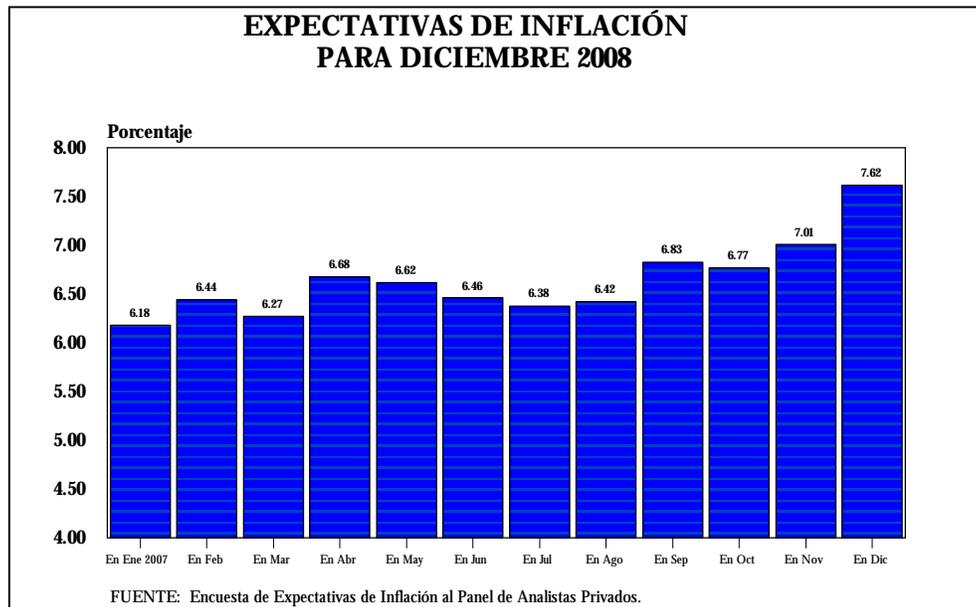


De acuerdo con la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados -EEI-¹⁴ realizada en la tercera semana de diciembre de 2007, los encuestados previeron para diciembre de 2007 que el ritmo inflacionario se situaría en 8.59%. Cabe destacar que a partir de la encuesta realizada en agosto de 2007, el pronóstico de dicho panel ha mostrado una tendencia al alza, como se ilustra en la gráfica siguiente.



Por otra parte, dicho panel estima que la inflación para diciembre de 2008 se ubicará en 7.62%, porcentaje superior a la meta establecida para ese año, como se muestra en la gráfica siguiente.

¹⁴ Encuesta mensual dirigida a analistas nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política económica, la cual permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.



F. EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener las expectativas de inflación de los agentes económicos, mediante el cálculo de la brecha promedio entre las tasas de interés de largo plazo¹⁵ y las tasas de interés de corto plazo¹⁶. La idea que subyace en dicho cálculo se sustenta en el hecho de que las tasas de interés de largo plazo, por lo general, son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país¹⁷, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

De acuerdo con las cifras observadas a diciembre de 2007, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.20 puntos porcentuales, la cual se ubicó por arriba del límite superior del margen de tolerancia de la meta de inflación (5.0% +/- 1 punto porcentual), sugiriendo una política monetaria restrictiva. Al

¹⁵ Para este propósito se definieron como tasas de interés de largo plazo, la tasa de interés activa total y la tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

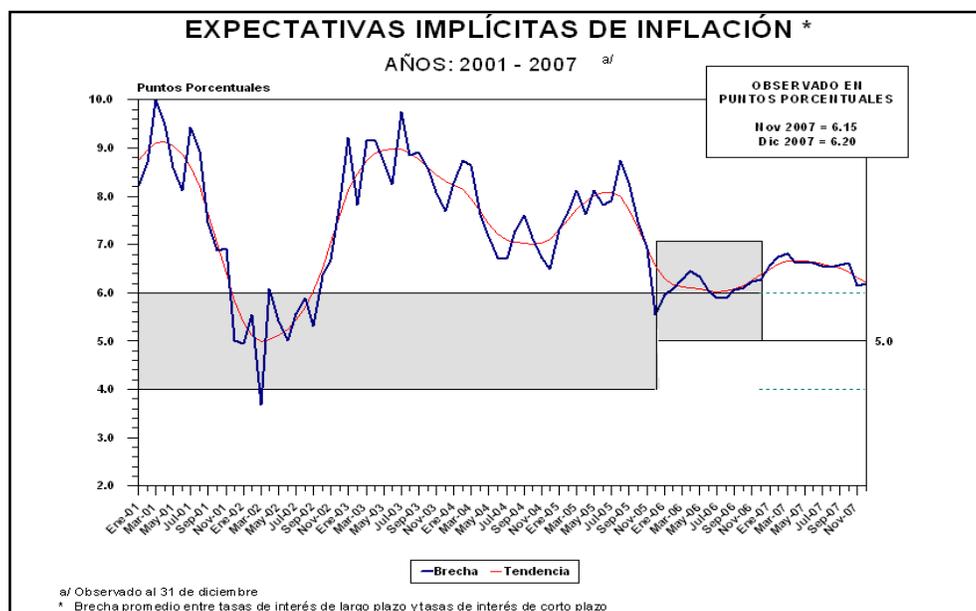
¹⁶ Para este propósito se definieron como tasas de interés de corto plazo, la tasa de interés de reportos para plazos entre 1 y 7 días y la tasa de interés promedio ponderado de OEM (que incluye la ponderación de los plazos de 7 a 182 días).

¹⁷ La prima por riesgo país se calcula como la diferencia entre la tasa de retorno promedio ponderado de los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala colocados en el mercado financiero internacional (en 1997, 2001 y en 2003) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo. A partir del 5 de agosto de 2007, se excluye la emisión 1997 en virtud de que la misma se amortizó totalmente en esa misma fecha.



comparar el resultado obtenido en diciembre de 2007, respecto del observado en diciembre de 2006 (6.27 puntos porcentuales), se observa una leve disminución de 0.07 puntos porcentuales en las referidas expectativas.

Cabe indicar que a partir de marzo de 2007, se observa una ligera tendencia a la baja en el referido indicador, como se ilustra en la gráfica siguiente, situación que denota una moderación en las expectativas de inflación de los agentes económicos, asociada a medidas de restricción de la política monetaria en 2007, iniciadas en el referido mes.



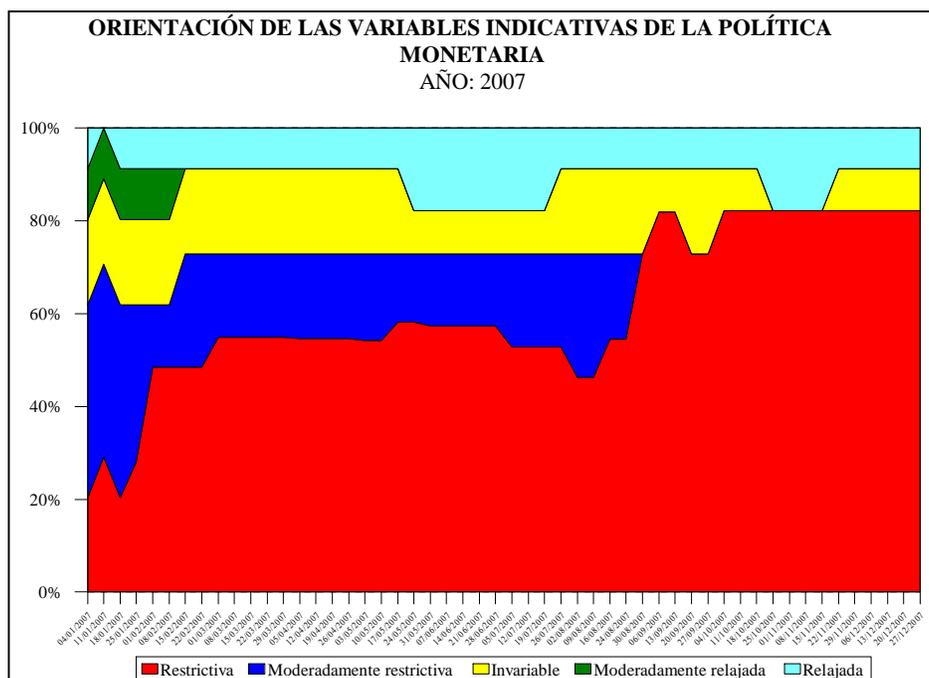
- **ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS**

Para 2007, la Junta Monetaria acordó continuar con el seguimiento de las variables indicativas mediante un índice que permite evaluar de manera conjunta la orientación de las referidas variables, tomando en consideración la importancia relativa que cada una de ellas tiene en el proceso de toma de decisiones de la política monetaria.



En ese sentido, el índice sintético incorpora en un indicador, para cada categoría de orientación¹⁸, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de una semana y otra, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación, el cual es fácilmente comparable con el porcentaje de otras fechas.

La gráfica siguiente ilustra que durante 2007 prevaleció el segmento de variables que sugería restringir la política monetaria, situación que se intensificó a partir del segundo semestre cuando los choques de oferta relativos al incremento en el precio internacional del petróleo-derivados, del maíz y del trigo, tuvieron mayor incidencia sobre el ritmo inflacionario.



La Junta Monetaria tomó en cuenta la orientación de las variables indicativas y el balance de riesgos de inflación, para las decisiones que adoptó en 2007 con relación a la tasa de interés líder de la política monetaria.

¹⁸ En esta metodología se calcularon cinco índices, uno para cada orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es 100. La orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.



III. AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. COLOCACIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDP- POR FECHA DE VENCIMIENTO

La Junta Monetaria, en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia determinada para 2007, autorizó al Banco de Guatemala a expedir Certificados de Depósito a Plazo, en quetzales, por fecha de vencimiento, a efecto de coadyuvar al fortalecimiento del mercado secundario y propiciar la formación de una curva de rendimientos que refleje de mejor forma el comportamiento de las tasas de interés en dicho mercado.

La Junta Monetaria, en resolución JM-154-2007 del 5 de septiembre de 2007, aprobó el Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo en Moneda Nacional, a ser Constituidos en el Banco de Guatemala, el cual cobró vigencia el 8 de octubre de 2007. Entre otros aspectos, dicho reglamento establece que la recepción de depósitos a plazo se podrá realizar por plazo determinado o por fecha de vencimiento, que las licitaciones se podrán realizar en forma directa o por medio de las bolsas de comercio autorizadas para operar en el país y que las posturas podrán ser presentadas y adjudicadas por precio o por tasa de interés, según lo establezca la convocatoria correspondiente.

Por último, la Gerencia General del Banco de Guatemala en resolución número GG-08-2007 del 3 de octubre de 2007, aprobó las Normas para la Licitación de los Derechos para la Constitución de Depósitos a Plazo en Moneda Nacional en el Banco de Guatemala, por medio de las Bolsas de Comercio Autorizadas para Operar en el País, las cuales cobraron vigencia el 8 de octubre de 2007.

B. TRANSFERENCIA DE TITULARIDAD DE LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDP- EN CUSTODIA EN EL BANCO DE GUATEMALA

Con el propósito de contribuir al desarrollo de un mercado secundario ágil y seguro, la Junta Monetaria autorizó al Banco de Guatemala para que continúe con el proceso de implementación de las medidas orientadas a que se realice la transferencia



de titularidad de los Certificados de Depósito a Plazo en custodia en el Banco de Guatemala.

En ese sentido, el reglamento al que se ha hecho referencia en el inciso anterior, contempla que el depósito a plazo se representará por registros en custodia en el Banco de Guatemala o por certificados de depósito a plazo. Asimismo, establece que cuando el depositante decida dejar en custodia el depósito a plazo en el Banco de Guatemala, éste extenderá una constancia, que otorga al legítimo titular el acreditamiento del depósito, la cual podrá ser extendida en medios impresos, por medio de un mensaje electrónico cifrado, generado en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real -LBTR-, o por otro medio electrónico que establezca el Banco de Guatemala.

Con respecto a la titularidad de un depósito a plazo registrado en custodia en el Banco de Guatemala, el reglamento de mérito dispone que la misma podrá ser transferida a solicitud del último titular registrado en el Banco Central, en forma escrita con firma legalizada por notario; por medio de un mensaje electrónico cifrado, generado en el Sistema de LBTR, enviado por un participante directo en nombre propio o en nombre de un participante directo o indirecto en el referido sistema; o, por otro medio electrónico que establezca el Banco de Guatemala.

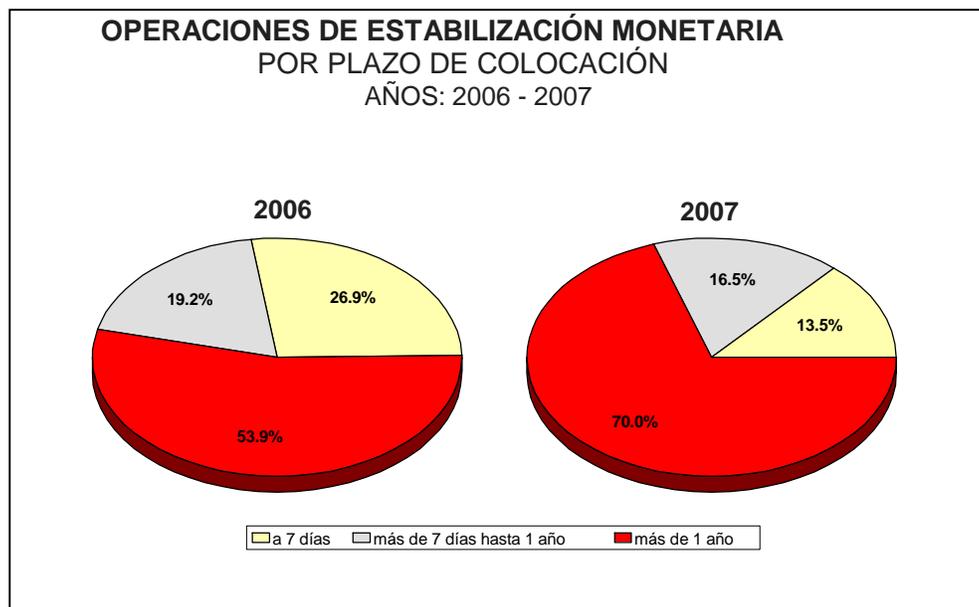
C. MEJORA EN EL PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LAS OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA

Al hacer un análisis comparativo sobre la estructura de los plazos de colocación de las OEM, se observa que en 2007 la mayoría de las operaciones estuvieron concentradas a plazos largos, lo que denota una mejora en el perfil de vencimientos. En efecto, el 70% de las operaciones correspondió a plazos mayores a 1 año (53.9% en 2006), en tanto que el 16.5% se concentró en plazos mayores a 7 días hasta 1 año (19.2% en 2006) y sólo un 13.5% fue colocado a 7 días plazo (26.9% en 2006). En términos del manejo de la política monetaria, el hecho de que exista una menor concentración de liquidez a plazos cortos resulta importante, en virtud de que reduce la presión que sobre dicha política se genera cuando el Banco Central tiene que



estar constantemente renovando las operaciones con vencimientos en el corto plazo. Cabe mencionar que la importancia de que se reduzca la concentración de vencimientos a corto plazo, radica en el hecho de que el Banco de Guatemala, a diferencia de otros bancos centrales, realiza las operaciones de estabilización monetaria utilizando Certificados de Depósito a Plazo emitidos por el propio banco y no títulos emitidos por el Gobierno Central (Bonos del Tesoro), situación que provoca que tenga una posición deudora frente al mercado financiero¹⁹, cuando lo ideal sería que dicha posición fuera acreedora.

Cabe destacar que la referida mejora en el perfil de vencimientos también permite una mayor efectividad de la política monetaria, en virtud de que coadyuva a neutralizar de manera más permanente los excesos de liquidez primaria que existen en la economía.



¹⁹El término posición deudora se refiere al hecho de que el banco central, por lo general, tiene un exceso de pasivos monetarios en el mercado financiero que debe esterilizar periódicamente a fin de estabilizar el comportamiento de ciertos precios macroeconómicos clave como la tasa de inflación y la tasa de interés.



IV. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR EXTERNO

1. Balanza de pagos estimada para diciembre de 2007

a) Cuenta corriente

Se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos a diciembre de 2007 muestre un saldo deficitario de US\$1,748.7 millones, mayor en US\$156.7 millones (9.8%) al registrado el año anterior, equivalente a 5.2% del PIB (5.3% en 2006). Dicho déficit se financiaría con un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$2,007.9 millones, lo que generaría un incremento en las reservas monetarias internacionales netas por aproximadamente US\$260.0 millones.

El saldo de la cuenta corriente sería el resultado del déficit de la balanza comercial de US\$6,646.1 millones y de los superávit tanto de la balanza de servicios por US\$275.6 millones como de las transferencias corrientes netas por US\$4,621.8 millones.

El saldo de la balanza comercial, en relación a diciembre de 2006, estaría determinado por un incremento en el valor FOB de las exportaciones de US\$907.9 millones (15.1%) y un aumento en el valor CIF de las importaciones de US\$1,650.8 millones (13.9%).

En efecto, el valor FOB de las exportaciones sería de US\$6,920.9 millones, mayor en 15.1% al registrado en 2006. En este resultado sería determinante el aumento en las exportaciones del rubro de los Principales Productos por US\$320.3 millones, el cual crecería en 24.7%, así como del rubro de Otros Productos, el que aumentaría en 12.5% (US\$587.6 millones) respecto a 2006.

El dinamismo en 2007 del rubro de los Principales Productos, obedecería, principalmente, al comportamiento del valor de las exportaciones de café, que a diciembre de 2007 se ubicaría en US\$579.5 millones, monto superior en US\$115.9 millones (25.0%) al registrado en diciembre de 2006, lo cual se explicaría tanto por un incremento en el volumen exportado, como por un alza en el precio medio, respecto de 2006. En efecto, el volumen exportado en quintales aumentaría en 14.5%,



al pasar de 4,420.6 miles en 2006 a 5,061.6 miles a diciembre de 2007. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal en 2007 sería de US\$114.49, superior en US\$9.62 al registrado el año anterior. El referido comportamiento estaría asociado al incremento del precio internacional del grano, el cual, según *Bloomberg*, se mantuvo al alza, derivado, por una parte, a los problemas climatológicos en las principales zonas cafetaleras de Brasil y, por la otra, al debilitamiento de la moneda estadounidense, lo que incrementó el precio de este producto en las bolsas de comercialización de bienes. Por su parte, según la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, las condiciones climáticas en el país contribuyeron al aumento de la producción nacional. Asimismo, el prestigio de la calidad del café guatemalteco, especialmente del café gourmet, se ha expandido alrededor del mundo en los últimos años, lo que ha permitido que se incremente el volumen exportado y su precio.

Por su parte, se espera que el valor de las exportaciones de azúcar se sitúe en US\$377.9 millones, mayor en US\$79.3 millones (26.6%) al registrado en 2006, situación que se explicaría tanto por el incremento de US\$2.11 (20.5%) en el precio medio de exportación, como por el aumento de 3.5% en el volumen exportado. En efecto, el precio medio de exportación por quintal se incrementaría de US\$10.31 en 2006 a US\$12.60 en 2007, como resultado, principalmente, de una disminución en la producción de azúcar por parte de Brasil (mayor productor del mundo), debido a la utilización de caña de azúcar para la producción de etanol. Por su parte, el volumen exportado, en miles de quintales, aumentaría en 1,020.6 (3.5%), al pasar de 28,959.6 en 2006 a 29,980.2 en diciembre de 2007.

El valor de las exportaciones de banano a diciembre de 2007 sería de US\$306.2 millones, monto mayor en US\$90.7 millones (42.1%) al registrado el año anterior, lo cual se explicaría por el incremento de 7,523.0 miles de quintales (35.2%) en el volumen exportado, asociado a la mayor demanda de los Estados Unidos de América y al aprovechamiento del acceso al mercado europeo; en tanto que a nivel local se prevé una recuperación de la producción bananera. Por su parte, se espera



que el precio medio de exportación por quintal se incremente, al pasar de US\$10.09 en 2006 a US\$10.60 en 2007.

El valor de las exportaciones de cardamomo a diciembre de 2007 se situaría en US\$115.2 millones, monto superior en US\$31.8 millones (38.1%) al registrado en 2006. Este resultado se explicaría por el aumento tanto en el precio medio de exportación por quintal, el cual pasaría de US\$123.10 en 2006 a US\$195.18 en 2007. Según funcionarios del Gobierno de India, citados en el *Wall Street Journal*, el incremento del precio de este producto se debe a la reducción esperada en la producción de cardamomo, derivado de problemas climáticos, como el atraso en el inicio de las lluvias generadas por los monzones de la temporada y las inundaciones registradas posteriormente.

El valor de las exportaciones de petróleo a diciembre de 2007 sería de US\$235.8 millones, monto superior en US\$2.6 millones (1.1%) al registrado el año anterior. Este incremento se estaría explicando tanto por la disminución en el volumen exportado, el cual disminuiría en 189.4 miles de barriles (3.5%), como por el alza en el precio medio de exportación por barril, el cual pasaría de US\$43.53 en 2006 a US\$45.62 en 2007. Cabe indicar que el margen entre el precio medio por barril de petróleo exportado y el precio internacional del crudo en el mercado internacional (el cual se situó en alrededor de US\$67.86 a octubre de 2007) obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, por lo que su uso final requiere de un proceso de refinamiento mayor que implica mayores costos.

El valor de las exportaciones de Otros Productos sería de US\$5,306.3 millones, monto superior en US\$587.6 millones (12.5%) al registrado en 2006. Este resultado obedecería al aumento previsto en las exportaciones al Resto del Mundo (23.6%), en las exportaciones a Centroamérica (18.8%) y en las exportaciones de Maquila (4.0%). El comportamiento anterior se atribuiría a la mayor demanda de los países centroamericanos y a la vigencia del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos de América.



El valor CIF de las importaciones a diciembre de 2007 sería de US\$13,567.0 millones, monto mayor en US\$1,650.8 millones (13.9%) al registrado el año anterior. En este crecimiento destacaría el aumento en los rubros de materiales de construcción (29.7%); combustibles y lubricantes (23.0%); materias primas y productos intermedios (17.4%); bienes de consumo (16.9%); y, maquinaria, equipo y herramienta (11.2%). El incremento de las importaciones se debe al dinamismo de la actividad económica nacional y al alza en los precios internacionales de algunas materias primas, así como de combustibles y lubricantes derivados del petróleo.

Por otro lado, la balanza de servicios en 2007 registraría un saldo superavitario de US\$275.6 millones, monto superior en US\$90.9 millones (49.2%) al registrado el año anterior. Dicho resultado estaría determinado por el superávit de US\$693.9 millones en los servicios no factoriales y por el déficit de US\$418.3 millones en los servicios factoriales. El superávit de los servicios no factoriales obedecería al mayor ingreso de divisas por concepto de turismo y viajes, derivado del incremento en el número de turistas, así como por la celebración de eventos de importancia mundial, como la Cuadragésima Octava Reunión Anual de la Asamblea de Gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- y Vigésima Segunda Reunión Anual de la Asamblea de Gobernadores de la Corporación Interamericana de Inversiones -CII-; y, la Asamblea del Comité Olímpico Internacional. Por su parte, el déficit de los servicios factoriales se explicaría, principalmente, por el incremento en el servicio de la deuda externa del sector público no financiero y por los pagos de utilidades, regalías y dividendos del sector privado.

Con relación a las transferencias corrientes netas, éstas registrarían un saldo superavitario de US\$4,621.8 millones, lo que derivaría, principalmente, del ingreso neto de remesas familiares.

b) Cuenta de capital y financiera

La cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos registraría a diciembre de 2007 un saldo superavitario de US\$2,007.9 millones, monto superior en US\$137.2 millones (7.3%) al registrado el año anterior.



El saldo de la cuenta de capital y financiera sería el resultado de los saldos superavitarios de las transferencias de capital; de la cuenta de capital oficial y bancario; y, de la cuenta de capital privado. En efecto, las transferencias de capital registrarían a diciembre de 2007 un saldo superavitario de US\$90.0 millones, monto menor en US\$159.3 millones (63.9%) al registrado el año anterior.

La cuenta de capital oficial y bancario registraría un saldo superavitario de US\$224.4 millones a diciembre de 2007, monto mayor en US\$34.8 millones (18.4%) al registrado en 2006. Dicho resultado se explicaría, fundamentalmente, por el lado de los ingresos, por los desembolsos de préstamos al sector público no financiero por US\$594.0 millones y, por el lado de los egresos, por las amortizaciones de deuda externa del sector público no financiero por US\$209.2 millones y por la amortización de Bonos del Tesoro de la República de Guatemala con no residentes por US\$160.4 millones, monto que incluye el pago, realizado en agosto de 2007, de los Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 1997 por US\$150.0 millones.

En lo que respecta a la cuenta de capital privado, ésta registraría un saldo superavitario de US\$1,693.5 millones, monto mayor en US\$261.7 millones (18.3%) al registrado en 2006. Dicho superávit se explicaría por el ingreso en concepto de inversión extranjera directa por US\$535.8 millones, el cual se asociaría, principalmente, al mejoramiento del clima de negocios y a la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos de América; por el ingreso neto de capital de mediano y largo plazos por US\$800.0 millones; y, por el ingreso neto de capital de corto plazo por US\$357.7 millones.

Derivado de las operaciones en la cuenta corriente y en la cuenta de capital y financiera de la balanza de pagos, se estima, como se indicó, un aumento de reservas monetarias internacionales netas por un monto de alrededor de US\$260.0 millones (aproximadamente US\$280.0 millones en 2006).



BALANZA DE PAGOS
AÑOS 2006 - 2007
-En millones de US dólares-

CONCEPTO	2006 ^{p/}	2007 ^{e/}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C) ^{1/}	-1,592.0	-1,748.7	-156.7	9.8
A. BALANZA COMERCIAL	-5,903.2	-6,646.1	-742.9	12.6
1. Exportaciones FOB	6,013.0	6,920.9	907.9	15.1
Principales Productos	1,294.3	1,614.6	320.3	24.7
Otros Productos	4,718.7	5,306.3	587.6	12.5
2. Importaciones CIF	11,916.2	13,567.0	1,650.8	13.9
B. SERVICIOS	184.7	275.6	90.9	49.2
1. Factoriales, Neto	-394.7	-418.3	-23.6	6.0
2. No Factoriales, Neto	579.4	693.9	114.5	19.8
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	4,126.5	4,621.8	495.3	12.0
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	1,870.7	2,007.9	137.2	7.3
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	249.3	90.0	-159.3	-63.9
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	189.6	224.4 ^{2/}	34.8	18.4
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{3/}	1,431.8	1,693.5	261.7	18.3
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	278.7	259.2		
Reservas Monetarias Internacionales Netas (- aumento)	-278.7	-259.2		

^{1/} Saldo Cuenta Corriente / PIB = -5.3% para 2006 y -5.2% para 2007

^{2/} Incluye la amortización de los Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 1997 por US\$150.0 millones

^{3/} Incluye errores y omisiones

^{p/} Cifras preliminares

^{e/} Cifras estimadas de cierre

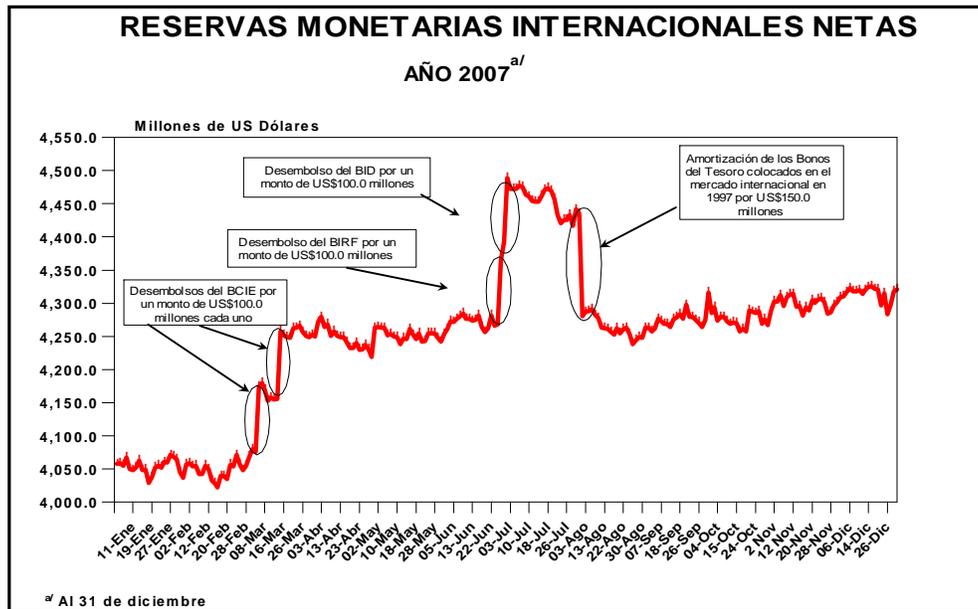
2. Reservas monetarias internacionales netas

Al 31 de diciembre de 2007, las Reservas Monetarias Internacionales Netas -RMIN- se ubicaron en US\$4,320.3 millones, lo que significa un aumento de US\$259.2 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de



2006. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$577.0 millones, egresos de divisas por US\$696.0 millones y otros ingresos netos por US\$378.2 millones. Los ingresos se originaron por desembolsos recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$577.0 millones, dentro de los que destacan, en primer lugar, dos desembolsos por US\$100.0 millones cada uno, correspondientes al préstamo para el Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión, otorgado por el Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-; en segundo lugar, un desembolso por US\$100.0 millones, correspondiente al préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia, otorgado por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-; y en tercer lugar, un desembolso por US\$100.0 millones, correspondiente al préstamo para el Programa de Reforma de la Gestión Financiera Pública, otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo -BID-. Con relación a los egresos, se realizaron pagos por concepto de servicio de la deuda pública externa por US\$351.3 millones y erogaciones de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$344.7 millones, monto que incluye la amortización de los Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 1997 por US\$150.0 millones. En lo que corresponde a otros ingresos netos, destacan los intereses percibidos sobre inversiones de las Reservas Monetarias Internacionales en el exterior por US\$216.6 millones, el aumento en el encaje bancario en moneda extranjera por US\$27.2 millones, el ingreso de regalías por explotación de petróleo por US\$88.8 millones y otros ingresos netos por US\$45.6 millones²⁰.

²⁰ Incluye fundamentalmente la variación neta del precio internacional del oro por US\$44.2 millones.

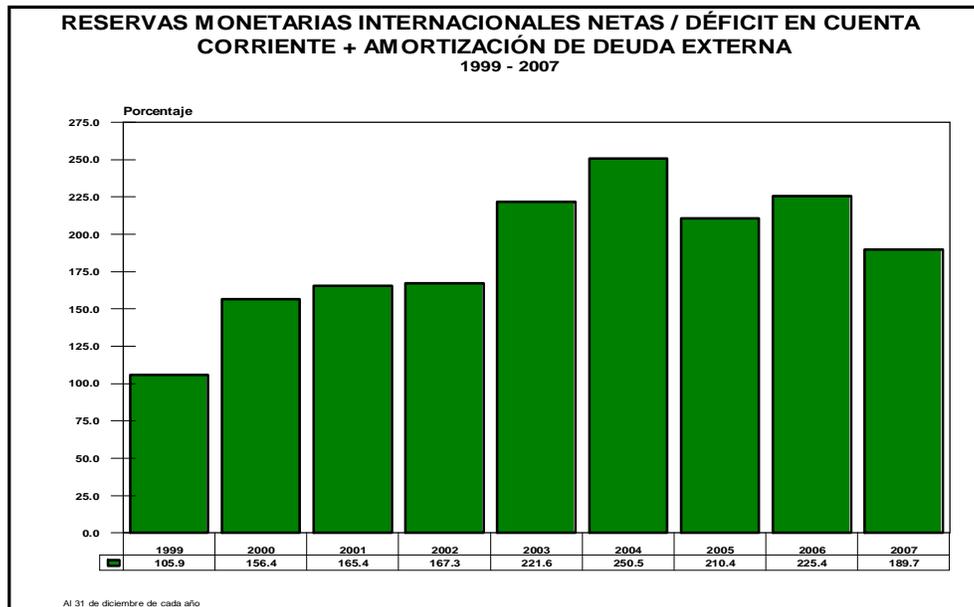


Se considera que el citado nivel de RMIN es adecuado, ya que el mismo cubriría 3.9 meses de importaciones de bienes. Adicionalmente, si se deducen las obligaciones de corto plazo del Gobierno Central expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales, según el cual el monto de RMIN debe ser suficiente para financiar al menos 3.0 meses de importaciones de bienes, ya que éste sería de alrededor de 3.2 meses.

Asimismo, la solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante la cobertura de su deuda pública externa. En este sentido, al 31 de diciembre de 2007, el nivel de RMIN era equivalente a 7.4 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país para un año.

Por su parte, si se relaciona el nivel de las RMIN respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y los pagos para un año de la deuda pública externa, el resultado indicaría que con el nivel actual de RMIN se podría cubrir hasta 1.9 veces las referidas obligaciones.

A continuación se ilustra el comportamiento de las RMIN respecto del déficit en cuenta corriente más la amortización de la deuda pública externa.



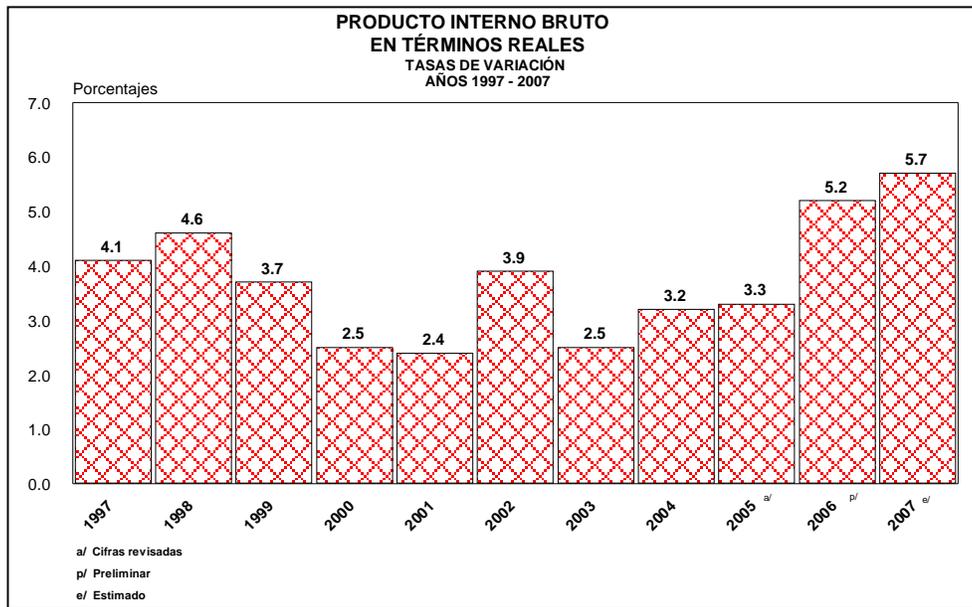
B. SECTOR REAL

1. Aspectos generales

La actividad económica nacional, a partir de 2004, ha crecido en forma sostenida y se prevé que dicho comportamiento se consolide en 2007, ya que se estima que el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, crezca 5.7% (5.2% en 2006)²¹. Dicha tasa de crecimiento, por segunda vez consecutiva en los últimos nueve años, sería superior a la tasa más alta registrada en la década de los años noventa (4.6%); asimismo, es mayor, por cuarto año consecutivo, a la tasa de crecimiento de la población (2.5%)²², como se ilustra en la gráfica siguiente. Dicho dinamismo se analiza tanto desde el punto de vista externo como interno.

²¹ Para 2006 se revisó al alza la tasa de crecimiento del producto interno bruto, considerando los resultados preliminares del cierre del SCN93 para dicho año, influenciado, principalmente, por una parte, por el mayor dinamismo mostrado en las actividades de Explotación de minas y canteras; Transporte, almacenamiento y comunicaciones; y, Servicios privados y, por la otra, por un mayor dinamismo observado en el gasto de inversión por construcción. Para 2007, también se revisó al alza la referida tasa, tomando en consideración la última información disponible, habiéndose observado, de igual manera, un mayor dinamismo en las actividades mencionadas para 2006, así como un mayor crecimiento en el gasto de consumo del gobierno general y una mayor inversión en maquinaria y equipo.

²² Proyección realizada por el Instituto Nacional de Estadística -INE-.



En el orden externo, el comportamiento previsto en la actividad económica nacional se apoya en el dinamismo de las exportaciones, así como en los beneficios generados por el Tratado de Libre Comercio entre los Estados Unidos de América, Centroamérica y República Dominicana (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés)²³.

Según el informe “DR-CAFTA un año después”, del Ministerio de Economía, el DR-CAFTA generó, entre otros, un impacto directo sobre el comercio exterior y un impacto indirecto sobre el empleo. En cuanto al comercio exterior, durante el período de julio de 2006 a marzo de 2007, el Tratado propició un crecimiento de 6.5% en la tendencia de las exportaciones de productos fuera de contingente arancelario y un crecimiento de 1.9% en las importaciones fuera de dicho contingente. En términos de la composición de productos, el 76.8% de los productos exportados mostraron un mayor crecimiento.

²³ El FMI en el documento “América Central: Integración mundial y cooperación regional, Washington, DC, 2005”, estima que el TLC podría representar para los países de Centroamérica un crecimiento económico de 0.7 puntos porcentuales anuales adicionales a lo que crecerían en un escenario sin TLC, hasta llegar, en el largo plazo, a un máximo de 1.5 puntos porcentuales anuales adicionales. Por su parte, el Banco Mundial -BM- en el documento “El CAFTA-RD: Desafíos y Oportunidades para América Central, 2005”, estima que es posible que el TLC tenga efectos positivos en el crecimiento económico de Centroamérica, de entre 0.6 y 0.8 puntos porcentuales adicionales a los que se registrarían en un escenario sin TLC.



Adicionalmente, dicho informe analizó el efecto en el empleo derivado del intercambio comercial, por una parte, con los países de la región y, por la otra, con los Estados Unidos de América. En ese sentido, el comercio con los países de la región, durante los primeros nueve meses de entrada en vigencia del tratado, generó una reducción en el empleo agrícola formal de 1% (1,500 empleos) y un incremento de casi 5.0% en el empleo industrial formal (9,200 empleos). Por su parte, al analizar el comercio con los Estados Unidos de América, se observó una reducción de 0.38% (700 empleos) en el caso del empleo agrícola y un aumento de 1.49% (4,400 empleos) en el empleo industrial. En términos netos, los 3,700 nuevos empleos generados equivalen a una reducción de 2.7% en el desempleo total del país.

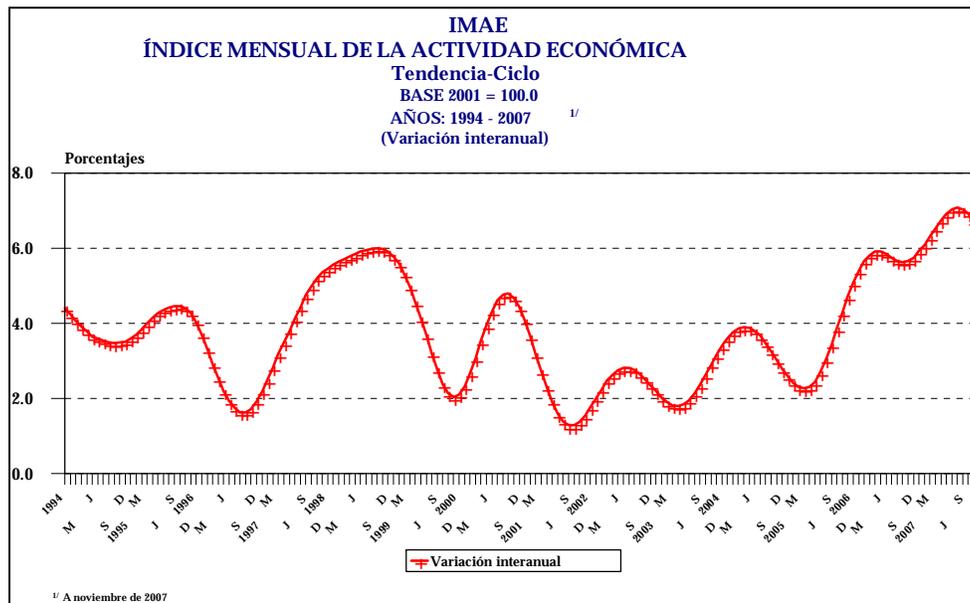
Con relación al impacto que el tratado podría tener sobre la tasa de crecimiento del país para 2007, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, con base en un análisis econométrico, estiman que podría ubicarse entre 0.64 y 0.97 puntos porcentuales adicionales. De este impacto total, en términos de comercio exterior, el efecto en las exportaciones sería de entre 0.10 y 0.22 puntos porcentuales adicionales, mientras que en las importaciones sería de entre 0.17 y 0.39 puntos porcentuales.

En el orden interno, el crecimiento estimado se sustenta en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas; en la mejora de las expectativas de los agentes económicos, fundamentada en una mayor demanda agregada; en un mejor clima de negocios; y, en el impulso proveniente de mayores niveles de inversión pública y privada, asociado a la estabilidad macroeconómica y a otras obras de infraestructura²⁴.

²⁴ El Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda, de conformidad con el plan maestro sobre remodelación y ampliación de aeropuertos en el país a cargo de la Dirección General de Aeronáutica Civil, realizó los trabajos para la remodelación de los aeropuertos Internacional La Aurora, Mundo Maya, Puerto de San José, Coatepeque, San Marcos y Huehuetenango. Asimismo, dicho ministerio realizó las labores de reconstrucción de viviendas, carreteras y puentes dañados por la tormenta tropical *Stan*. Por su parte, la Municipalidad de la Ciudad de Guatemala concluyó los trabajos de infraestructura vial para el funcionamiento del TRANSMETRO.



En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, su tendencia-ciclo, después de mostrar un comportamiento creciente durante 10 meses consecutivos, a partir de septiembre de 2007 muestra un cambio de tendencia, presentando en noviembre (última información disponible), una variación interanual de 6.71%, superior a la observada en el mismo mes de 2006 (5.66%). Cabe indicar que el comportamiento del IMAE es congruente con el resultado previsto de la actividad económica en 2007.

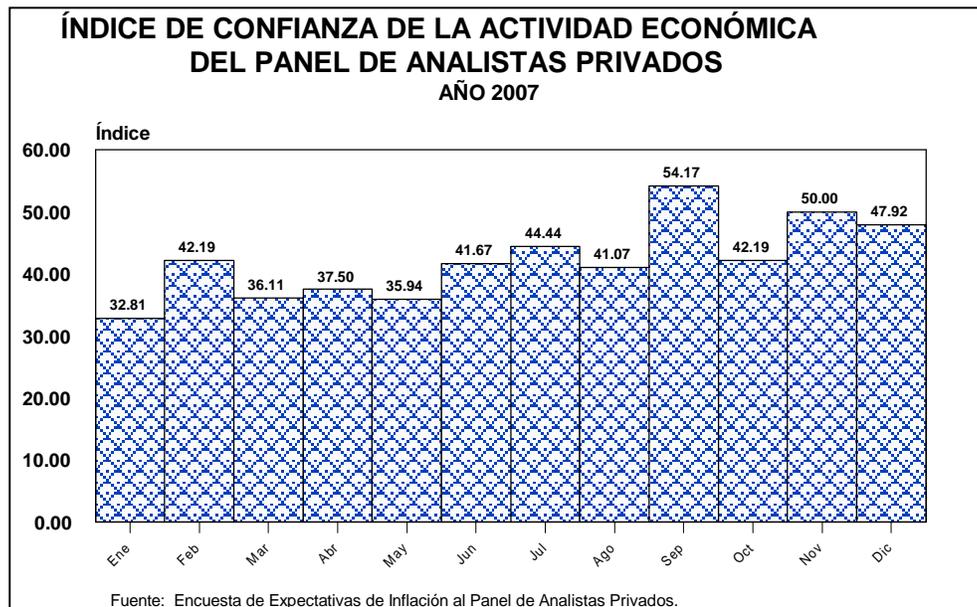


De acuerdo con el comportamiento esperado de la actividad económica para 2007, según los resultados de las Encuestas de Opinión Empresarial²⁵ llevadas a cabo en marzo-abril y agosto-septiembre de 2007, en promedio, el 86.3% de los empresarios entrevistados manifestó que el volumen de producción de productos industriales aumentará o será igual para el presente año, porcentaje superior a la evaluación realizada en 2006 (80.1%).

²⁵ Encuesta semestral dirigida a los empresarios de la industria manufacturera, cuya muestra incluye 311 establecimientos, de los cuales el 60% son grandes (más de 50 trabajadores), el 22% son medianos (entre 20 y 49 trabajadores) y el 18% son pequeños (entre 5 y 19 trabajadores).



Con relación al Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados -EEI-²⁶, las expectativas sobre el desempeño de la actividad económica plantearon un escenario conservador durante el primer semestre de 2007, influenciado, principalmente, por cierto grado de incertidumbre atribuible a factores que afectaron al sistema financiero nacional a finales de 2006 y principios de 2007, así como a las expectativas de los agentes económicos asociadas al proceso electoral. Sin embargo, a partir de junio, el índice presenta un relativo crecimiento, derivado de un cambio en las expectativas de los agentes económicos, situación que dio como resultado que el referido índice se ubicara en diciembre de 2007 en 47.92, superior al registrado en enero de 2007 (32.81).



2. Producto interno bruto medido por el origen de la producción

Para 2007, se estima que todas las actividades económicas, por el origen de la producción, muestren un comportamiento positivo.

Para las actividades de *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 13.3% en el PIB), con base en información a octubre

²⁶ Mide la percepción de los agentes económicos, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro inmediato. Cabe indicar que las expectativas de expertos nacionales e internacionales son recogidas por medio de la EEI, la cual el Banco de Guatemala viene realizando mensualmente desde 2003.



proporcionada por asociaciones de productores, gremiales y entidades públicas y privadas, se estima un crecimiento de 3.4%, mayor al de 2006 (1.2%). El mayor dinamismo estaría sustentado, principalmente, por una recuperación en la producción de los cultivos tradicionales (al pasar de -1.5% en 2006 a 3.1% en 2007) y por un crecimiento de 4.0% en los cultivos no tradicionales (0.7% en 2006).

En el caso de la producción de café, según estimaciones de la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, el volumen de la producción estaría registrando un crecimiento de 3.0% (2.0% en 2006). De conformidad con dicha fuente, el dinamismo estaría asociado, particularmente, al incentivo de precios más favorables del grano en el mercado internacional, debido a que el precio promedio por quintal pasaría de US\$104.87 en 2006 a US\$114.57 por quintal en diciembre de 2007.

En lo que se refiere a la producción de banano, según la Compañía de Desarrollo Bananero, S.A. -BANDEGUA- y de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A. -COBIGUA-, el volumen de producción del fruto crecería 3.6% en 2007 (-5.6% en 2006). Dicha recuperación se sustentaría en la ampliación de 100 hectáreas en el área sembrada por parte de BANDEGUA en la región del río Motagua (municipio de Los Amates, departamento de Izabal), como resultado de una mayor demanda proveniente del mercado europeo.

La producción de cardamomo, por su parte, se espera que crezca 2.0% (-1.5% en 2006). Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, el mayor dinamismo se explicaría por el incremento esperado de la demanda mundial y por el mejoramiento en el precio internacional del aromático, el cual, con información preliminar a octubre de 2007, pasaría de un precio promedio por quintal de US\$123.10 en 2006 a US\$183.94 por quintal en 2007.

En lo que respecta a la producción de caña de azúcar, según la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA-, para la zafra 2006/2007 se prevé una producción de 430.7 millones de quintales, mayor en 63.7 millones de quintales a la de la zafra 2005/2006 (17.4%), comportamiento que contrasta con la caída de 5.8% en



2006. Este resultado se asocia al incremento de 16,000 hectáreas (22,857 manzanas) en el área sembrada, derivado del aumento en la demanda de azúcar, como resultado de la ampliación de la cuota de exportación prevista en el DR-CAFTA.

En el caso de la producción de cereales, según estimaciones de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos -CONAGRAB- y de la Unidad de Política e Información Estratégica del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación (UPIE-MAGA), se espera un menor dinamismo en el volumen de producción, al pasar de un crecimiento de 1.4% en 2006 a 1.0% en 2007. Este comportamiento se explicaría por las condiciones climáticas adversas que experimentó el país en 2007, por lo que la producción de maíz crecerá 1.0% (1.6% en 2006).

En la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.7% en el PIB) se espera un crecimiento de 9.0% (17.6% en 2006). En este resultado estaría contribuyendo, principalmente, la pérdida de dinamismo prevista en la extracción tanto de piedra, arena y arcilla como de otros minerales no metálicos, al pasar de 8.4% y 18.9% en 2006, a 7.4% y 2.5%, respectivamente en 2007.

En lo que respecta a la actividad *Industrias manufactureras* (con una participación de 18.5% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 3.3%, porcentaje superior al de 2006 (3.1%). Este resultado estaría explicado por el mayor dinamismo previsto en las manufacturas de alimentos y bebidas; y, en las de productos destinados a la construcción.

En efecto, en la *industria de alimentos y bebidas* se prevé que la tasa de crecimiento de la demanda interna se mantenga dinámica, en congruencia con el comportamiento previsto en el consumo privado, el cual, a su vez, sería impulsado, en buena medida, por el ingreso de remesas familiares²⁷.

En lo que concierne a los *productos industriales destinados a la construcción*, se estima que los niveles esperados de inversión tanto pública

²⁷ Según la Organización Internacional de las Migraciones -OIM-, se estima que en 2007 el 49.0% de las remesas familiares que ingresaron al país se destinó al consumo final.



(aeropuertos, carreteras y puentes) como privada (edificios, viviendas y centros comerciales), estimularán la demanda de cemento, block, hierro y metales.

En lo que se refiere a la demanda externa de *productos industriales diversos*, se prevé que la misma será más dinámica que la registrada en 2006, en particular, la de Centroamérica y la de México. Al respecto, según la Asociación Guatemalteca de Exportadores -AGEXPORT- se tiene definida una estrategia para posicionar a Guatemala como el principal proveedor de bienes industriales en los países centroamericanos, lo que coadyuvará a aprovechar el DR-CAFTA y a mejorar el intercambio comercial con México. En ese sentido, cabe destacar que los datos de exportaciones de los productos industriales con destino a México, a octubre de 2007, muestran un crecimiento de 39.8% (39.1% en el mismo período de 2006).

Para la actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con una participación de 2.6% en el PIB), se estima un crecimiento de 5.2% (2.9% en 2006), el cual se asocia, principalmente, a una mayor demanda de energía eléctrica, derivada del crecimiento esperado en las actividades de *telecomunicaciones, de comercio al por mayor y al por menor, de industrias manufactureras y de servicios privados*. En efecto, de acuerdo con información del Administrador del Mercado Mayorista -AMM-, para 2007 se estima un aumento en la generación de energía eléctrica, al entrar en funcionamiento dos nuevas plantas geotérmicas, una del Grupo General Central, S.A. -GECSA-, ubicada en Chimaltenango y otra de la empresa Ortitlán, ubicada en el municipio de Amatitlán.

Para la actividad *Construcción* (con una participación de 4.2% en el PIB), se espera registre una tasa de crecimiento de 12.1% (13.1% en 2006). Cabe destacar que el menor dinamismo en esta actividad estaría siendo influenciado, principalmente, por la desaceleración observada en la construcción de edificaciones²⁸.

En cuanto a las edificaciones, para 2007 se estima un menor dinamismo en el área de construcción de edificios de apartamentos, de centros comerciales, de instalaciones industriales y de instalaciones hoteleras, al pasar de

²⁸ Comprende la construcción de viviendas unifamiliares, viviendas en serie, viviendas multifamiliares, comercios, industrias, ampliaciones, paredes y reparaciones.



26.1% en 2006 a 22.0% en 2007, aún así se considera una actividad en auge. Según apreciaciones de la Cámara Guatemalteca de la Construcción -CGC-, en 2007 esta actividad continuará desarrollándose de manera estable, pero con menor dinamismo.

La actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 12.1% en el PIB), se estima que en 2007 registre una tasa de crecimiento de 4.1% (3.8% en 2006), explicada, principalmente, por el mayor dinamismo previsto en las actividades *Industrias manufactureras* y *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca*, así como de las importaciones. Cabe mencionar que a octubre de 2007, las importaciones totales se incrementaron en 13.5%, tasa inferior a la registrada a igual mes del año anterior (15.9%).

Para la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con una participación de 9.1% en el PIB), se prevé que registre un crecimiento de 18.8% (18.6% en 2006). Dicho comportamiento sería resultado, principalmente, de la evolución esperada (30.4%) en la subactividad de *telecomunicaciones*, la cual representa el 69.7% de este grupo, derivado de un aumento previsto en la inversión de las empresas de telecomunicaciones, fundamentalmente para la ampliación de los servicios de telefonía e Internet.

En cuanto a la actividad *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con una participación de 4.2% en el PIB), se estima que en 2007 registre una tasa de crecimiento de 16.0% (16.4% en 2006), asociada, principalmente, a una leve reducción en el dinamismo del resultado neto de los bancos del sistema, el cual, a octubre de 2007, registraba una tasa de variación de 20.4% (24.3% en el mismo período de 2006).

Para la actividad *Alquiler de vivienda* (con un peso relativo de 10.0% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.9% (2.7% en 2006), debido al dinamismo previsto en los alquileres reales.

Para la actividad económica *Servicios privados* (con una participación de 15.2% en el PIB), se prevé una tasa de crecimiento de 5.4% (5.3% en 2006), asociada al incremento estimado en la demanda intermedia de las actividades



industriales, agropecuarias, comerciales y de telecomunicaciones. Dentro de este grupo de actividades económicas destaca el mayor impulso de la subactividad de *hoteles y restaurantes*, cuya tasa de crecimiento estimada (4.0%), es mayor en 0.3 puntos porcentuales a la observada el año previo; como resultado, principalmente, de que en 2007 se llevaron a cabo dos convenciones internacionales de relevancia, la Cuadragésima Octava Reunión Anual de la Asamblea de Gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- y Vigésima Segunda Reunión Anual de la Asamblea de Gobernadores de la Corporación Interamericana de Inversiones -CII-; y, la Asamblea del Comité Olímpico Internacional -COI-.

Por último, en lo que respecta a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 6.3% en el PIB), se estima que registre una tasa de crecimiento de 4.3% (5.3% en 2006), lo cual se explica, principalmente, por el comportamiento previsto en las remuneraciones del Gobierno Central, las cuales a octubre de 2007 presentaban un crecimiento de 8.1% respecto a igual período del año anterior (11.5%)²⁹.

²⁹ Durante 2006 hubo un mayor número de contrataciones de personal supernumerario y el otorgamiento de un bono único a los trabajadores de los Ministerios de Educación, de Trabajo y Previsión Social y de Gobernación.



**PRODUCTO INTERNO BRUTO MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS 2006 - 2007**

Millones de quetzales constantes a precios de 2001 ^{af}

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	2006 ^{p/}	2007 ^{e/}	Tasas de variación	
			2006	2007
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	23,821.7	24,637.0	1.2	3.4
2. Explotación de minas y canteras	1,138.6	1,241.5	17.6	9.0
3. Industrias manufactureras	33,274.7	34,358.3	3.1	3.3
4. Suministro de electricidad y captación de agua	4,582.6	4,821.1	2.9	5.2
5. Construcción	6,935.2	7,774.2	13.1	12.1
6. Comercio al por mayor y al por menor	21,640.9	22,520.8	3.8	4.1
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	14,155.2	16,809.7	18.6	18.8
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	6,781.9	7,869.2	16.4	16.0
9. Alquiler de vivienda	17,875.6	18,577.9	2.7	3.9
10. Servicios privados	26,833.3	28,274.4	5.3	5.4
11. Administración pública y defensa	11,294.0	11,775.2	5.3	4.3
PRODUCTO INTERNO BRUTO	175,435.9	185,515.8	5.2	5.7

a/ La discrepancia entre el total y la suma de los componentes se debe al valor de los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente, a los impuestos netos de subvenciones a los productos y a la diferencia por no aditividad de índices encadenados.

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

3. Producto interno bruto medido por el destino del gasto

Para 2007 se estima que las variables que integran el PIB por el destino del gasto, en términos reales, registren tasas de crecimiento positivas.

En lo que corresponde a la demanda interna, constituida por el consumo, la inversión y la variación de existencias, se espera que registre un crecimiento de 5.3%, menor al observado en 2006 (5.9%).

El consumo privado se estima que registre una tasa de crecimiento de 5.2%, mayor en 0.6 puntos porcentuales al observado el año anterior, asociado al



aumento registrado en las remesas familiares y a la mayor disponibilidad de crédito bancario.

El gasto en consumo del gobierno general, que incluye las remuneraciones y la compra de bienes y servicios, se prevé que en 2007 exhiba un crecimiento de 7.4% (6.0% en 2006), asociado, principalmente, a una mayor ejecución presupuestaria en el gasto de funcionamiento por parte del Gobierno Central.

En materia de inversión, la formación bruta de capital fijo se estima que registre un incremento de 8.9%, porcentaje inferior al del año anterior (16.7% en 2006), como resultado de un aumento de 9.8% en la inversión en construcción (16.9% en 2006) y de un menor dinamismo en la inversión en maquinaria y equipo, la cual pasó de una tasa de crecimiento de 16.6% en 2006 a una de 8.2% en 2007, ésta última asociada a la desaceleración observada en las importaciones de bienes de capital a octubre de 2007, en comparación con el mismo período del año previo. En efecto, en dicho período, las importaciones de los referidos bienes para la agricultura mostraron una tasa de variación de 4.5%; para la industria, las telecomunicaciones y la construcción de 14.4%; y, para el transporte presentaron una disminución de 4.9% (35.9%, 25.4% y 15.1%, respectivamente, a octubre de 2006).

En lo que corresponde a la demanda externa, constituida por las exportaciones de bienes y servicios, se estima que registre, en términos reales, un crecimiento de 10.8% (4.6% en 2006). Al respecto, cabe indicar que la demanda externa se vería impulsada por una mayor demanda de bienes y servicios por parte de los Estados Unidos de América y de los principales socios comerciales del país.

Por el lado de la oferta externa, las importaciones de bienes y servicios se estima que registren, en términos reales, un crecimiento de 7.5%, mayor al observado el año anterior (6.8%), como resultado del dinamismo previsto en la actividad económica para el presente año.



**PRODUCTO INTERNO BRUTO MEDIDO POR EL DESTINO DEL GASTO
AÑOS 2006 - 2007**

Millones de quetzales constantes a precios de 2001 ^{a/}

CONCEPTO	2006 ^{p/}	2007 ^{e/}	Tasas de variación	
			2006	2007
1. Gastos en consumo final de los hogares e instituciones sin fines de lucro que sirven a los hogares	149,074.4	156,806.6	4.6	5.2
2. Gastos en consumo del gobierno general	14,642.0	15,718.2	6.0	7.4
3. Formación bruta de capital	34,271.8	37,329.0	16.7	8.9
Construcción	13,918.7	15,282.4	16.9	9.8
Maquinaria y Equipo	20,520.2	22,194.6	16.6	8.2
4. Variación de existencias	1,254.6	-231.8		
5. Exportación de bienes y servicios	46,007.7	50,963.7	4.6	10.8
6. Importación de bienes y servicios	69,934.4	75,151.6	6.8	7.5
PRODUCTO INTERNO BRUTO	175,435.9	185,515.8	5.2	5.7

a/ La discrepancia entre el total y la suma de los componentes se debe a la diferencia por no aditividad de índices encadenados.

p/ Cifras preliminares

e/ Cifras estimadas

C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares proporcionadas por el Ministerio de Finanzas Públicas -MFP-, la situación financiera del Gobierno Central a noviembre (última información disponible) registró un déficit de Q2,754.4 millones, monto superior en Q778.7 millones (39.4%) al registrado a noviembre de 2006. Dicho déficit es equivalente a 1.1% del PIB estimado para 2007 (déficit de Q1,975.7 millones a noviembre de 2006, equivalente a 0.9% del PIB preliminar para 2006). Por otra parte, cabe indicar que el nivel de los ingresos tributarios a noviembre del presente año ha permitido que la carga tributaria se ubique en 11.3%, mayor en 0.4 puntos porcentuales a la registrada en igual período de 2006.



Los ingresos fiscales, a noviembre de 2007, registraron un monto de Q30,489.9 millones, superior en Q3,942.2 millones (14.8%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 97.3% con relación al total presupuestado para 2007 (93.8% en 2006). Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q28,979.3 millones, monto mayor en Q3,928.3 millones (15.7%) al registrado en el mismo período del año anterior, lo que significa un 100.5% de la recaudación tributaria programada en el presupuesto de 2007 (97.0% en 2006)³⁰. Dicho aumento se explica por la mayor recaudación de impuestos directos (Q964.6 millones) e indirectos (Q2,963.7 millones). El crecimiento en la recaudación de los impuestos indirectos se explica, principalmente, por el aumento de los ingresos provenientes del Impuesto al Valor Agregado -IVA-. En efecto, los ingresos por concepto del IVA alcanzaron Q13,929.3 millones, monto superior en Q2,633.3 millones (23.3%) a lo percibido en igual período de 2006, como resultado de la mayor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones y del IVA sobre bienes y servicios, los cuales fueron superiores en Q1,558.5 millones (21.4%) y Q1,074.8 millones (26.8%), en su orden, respecto a noviembre de 2006.

En lo que respecta al aumento en los ingresos por concepto de impuestos directos (13.2%), éste se explica, fundamentalmente, por la mayor recaudación del Impuesto Sobre la Renta -ISR- por Q1,114.5 millones (21.9%).

Es importante indicar que la mejora en la recaudación tributaria se asocia a la aplicación del Decreto Número 20-2006 del Congreso de la República, por el que se aprobaron las “Disposiciones Legales para el Fortalecimiento de la Administración Tributaria” (vigente a partir del segundo semestre de 2006); a las medidas administrativas adoptadas por la Superintendencia de Administración Tributaria -SAT- orientadas a incrementar el nivel de los ingresos tributarios; y, al mayor crecimiento económico que se ha venido observando en 2007.

³⁰ De conformidad con la Superintendencia de Administración Tributaria -SAT-, los ingresos tributarios recaudados a noviembre fueron superiores en Q1,498.4 millones (5.1%) con relación a lo programado.



Por su parte, los gastos ejecutados a noviembre de 2007 registraron un monto de Q33,244.3 millones, mayor en Q4,720.9 millones (16.6%) a los registrados en igual período de 2006, lo que representa una ejecución de 87.7% respecto al presupuesto para 2007 (en noviembre de 2006 la ejecución registrada fue de 81.6%). En lo que respecta a la estructura del gasto total a noviembre de 2007, el gasto de funcionamiento representó 67.4% del total (67.9% a noviembre de 2006), mientras que el gasto de capital representó 32.6% del total (32.1% a noviembre de 2006).

Los gastos de funcionamiento se situaron en Q22,402.6 millones, monto mayor en Q3,028.1 millones (15.6%) al registrado en el mismo período del año anterior, lo que representó un nivel de ejecución de 87.8% con relación al total presupuestado para 2007 (87.4% a noviembre de 2006). Este resultado estuvo determinado por el aumento en las transferencias corrientes por Q1,406.9 millones, en los gastos de operación por Q935.8 millones y en los pagos de intereses de la deuda pública por Q685.4 millones. En cuanto a las transferencias corrientes a noviembre del presente año, destacan las siguientes: a la seguridad social -pensiones y jubilaciones- (Q1,826.8 millones), a la Universidad de San Carlos de Guatemala (Q841.3 millones), al Organismo Judicial (Q777.2 millones), al Ministerio Público (Q591.5 millones), al Programa Nacional de Autogestión Educativa (Q522.6 millones) y al Congreso de la República (Q377.9 millones). Adicionalmente, es importante destacar la transferencia extraordinaria realizada al Tribunal Supremo Electoral por Q409.0 millones para cubrir el presupuesto de las elecciones generales de 2007. En lo que respecta al incremento en los gastos de operación, éste se explica, entre otros, por el ajuste salarial concedido al magisterio nacional y a los trabajadores del Ministerio de Salud Pública, el cual entró en vigencia a partir de abril de 2007. Asimismo, es importante indicar que dentro de los gastos de operación se incluye el pago de comisiones a receptores fiscales y recaudadores que, a noviembre de 2007, ascendió a Q557.5 millones. En lo que se refiere al incremento en el pago de intereses de la deuda pública, resalta el aumento en el pago de intereses sobre la deuda pública externa por Q394.1 millones.



Los gastos de capital se situaron en Q10,841.7 millones, monto mayor en Q1,692.8 millones (18.5%) al registrado en igual período de 2006, lo que representa una ejecución de 87.5% con relación a los gastos presupuestados para 2007 (71.5% en 2006). En cuanto a la composición del gasto de inversión, a noviembre del presente año, la inversión directa alcanzó Q3,752.6 millones, monto mayor en Q1,304.5 millones (53.3%) respecto a noviembre de 2006; mientras que la inversión indirecta registró Q7,089.1 millones, monto mayor en Q388.3 millones (5.8%) en relación al mismo período del año anterior. En lo referente al gasto de inversión directa, el más importante es el del Programa de Desarrollo de la Infraestructura Vial por Q2,687.7 millones, monto mayor en Q1,240.2 millones respecto al ejecutado a noviembre de 2006. En lo que respecta al gasto en inversión indirecta, sobresalen las transferencias de capital realizadas a las municipalidades del país por Q3,251.6 millones, a los consejos de desarrollo urbano y rural por Q1,067.1 millones, al Fondo de Inversión Social (en liquidación) por Q337.1 millones y el aporte del Estado al Fondo para la Protección del Ahorro por Q273.6 millones.

Como resultado de los ingresos corrientes y gastos corrientes, a noviembre de 2007, se generó un ahorro en cuenta corriente de Q7,806.9 millones, monto mayor en Q945.0 millones (13.8%) al registrado en el mismo período de 2006. En ese sentido, el ahorro en cuenta corriente registrado en el período analizado permitió financiar 72.0% del gasto de inversión (75.0% en 2006).

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento del déficit registrado a noviembre, el financiamiento externo neto se situó en Q2,060.1 millones, resultado de desembolsos de préstamos por Q4,394.3 millones, amortizaciones de préstamos por Q1,428.4 millones y la amortización de Bonos del Tesoro colocados en el mercado internacional en 1997 por Q905.8 millones (US\$150.0 millones³¹). Los desembolsos de préstamos provinieron, principalmente, del Banco Centroamericano de

³¹ Es importante indicar que la amortización de Bonos del Tesoro se registró por un monto de Q905.0 millones, tomando en consideración que el tipo de cambio histórico (vigente en la fecha de colocación) fue de Q6.03846 por US\$1.00, sin embargo, el pago efectivo fue de Q1,150.0 millones, debido a que el tipo de cambio de referencia cuando se realizó la amortización era de Q7.67199 por US\$1.00. Ello es así, porque la liquidación de las obligaciones de deuda externa se realiza al valor histórico de las mismas.



Integración Económica -BCIE- para financiar parcialmente el “Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión” por el equivalente a Q1,538.1 millones; del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- para financiar el “Segundo Préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia” por el equivalente a Q771.7 millones; y, del Banco Interamericano de Desarrollo -BID- para financiar el “Programa de la Reforma de la Gestión Financiera Pública” por el equivalente a Q771.5 millones.

Por su parte, el financiamiento interno neto ascendió a Q3,424.3 millones, como resultado de negociaciones de títulos públicos por Q5,308.2 millones, vencimientos por Q1,290.1 millones y la amortización por Q593.8 millones para cubrir la deficiencia neta del Banco de Guatemala correspondiente al ejercicio contable 2005. En consecuencia, la caja fiscal registró un aumento de Q2,730.0 millones.

A continuación se presenta un cuadro que ilustra la situación de las finanzas públicas a noviembre de 2007.

GOBIERNO CENTRAL
SITUACIÓN DE LAS FINANZAS PÚBLICAS A NOVIEMBRE
AÑOS 2006-2007
-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2006	2007 ^{P/}	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	26,547.7	30,489.9	3,942.2	14.8
A. Ingresos	26,271.7	30,214.2	3,942.5	15.0
1. Ingresos Corrientes	26,236.4	30,209.5	3,973.1	15.1
a. Tributarios	25,051.0	28,979.3	3,928.3	15.7
b. No Tributarios	1,185.4	1,230.2	44.8	3.8
2. Ingresos de Capital	35.3	4.7	-30.6	-86.7
B. Donaciones	276.0	275.7	-0.3	-0.1
II. Total de Gastos	28,523.4	33,244.3	4,720.9	16.6
A. Funcionamiento	19,374.5	22,402.6	3,028.1	15.6
B. Capital	9,148.9	10,841.7	1,692.8	18.5
III. Déficit o Superávit Fiscal	-1,975.7	-2,754.4	-778.7	39.4
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	6,861.9	7,806.9	945.0	13.8
V. Financiamiento	1,975.7	2,754.4	778.7	39.4
A. Financiamiento Externo Neto	2,480.1	2,060.1	-420.0	-16.9
B. Financiamiento Interno Neto	2,603.8	3,424.3	820.5	31.5
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-3,108.2	-2,730.0	378.2	-12.2

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

^{P/} Cifras preliminares.



2. Deuda Pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna, según cifras preliminares a diciembre, se situó en Q24,213.6 millones, monto mayor en Q4,025.0 millones (19.9%) al monto observado en diciembre de 2006. Este incremento obedeció, principalmente, al incremento en la tenencia de Bonos del Tesoro por parte del sector privado no bancario, del sector bancario, del sector público y del Banco de Guatemala, la cual se incrementó en Q1,275.6 millones, Q1,271.2 millones, Q965.7 millones y Q593.8 millones, en su orden. En contraste, el sector no residente redujo su tenencia de valores públicos en Q81.3 millones. Es importante indicar que a diciembre de 2007, el Banco de Guatemala registró una mayor tenencia de Bonos del Tesoro, la cual se deriva del hecho de que por disposición contenida en la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, al Estado de Guatemala, por intermedio del Ministerio de Finanzas Públicas, le corresponde cubrir la deficiencia neta que el Banco Central registre. Sobre el particular, el 28 de agosto de 2007 el Ministerio de Finanzas Públicas cumplió por tercera ocasión con dicho mandato legal, trasladando al Banco de Guatemala Bonos del Tesoro de la República de Guatemala por Q593.8 millones para cubrir la deficiencia neta correspondiente al ejercicio contable 2005.

En lo que se refiere a la estructura por tenedor del saldo de la deuda pública interna, la misma varió como consecuencia de las mayores colocaciones realizadas con los sectores bancario y público, así como del aumento de la tenencia de Bonos del Tesoro por parte del Banco de Guatemala. En efecto, al 31 de diciembre de 2006, la participación de dichos sectores respecto del total fue de 26.6%, 18.5% y de 12.9% del total, respectivamente; mientras que a diciembre de 2007 se ubicó en 27.4%, 19.4% y 13.2%, en su orden. En contraste, el sector privado no bancario y el sector no residente disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2006 a diciembre de 2007, al pasar de 40.6% y 1.4% a 39.1% y 0.9%, respectivamente.

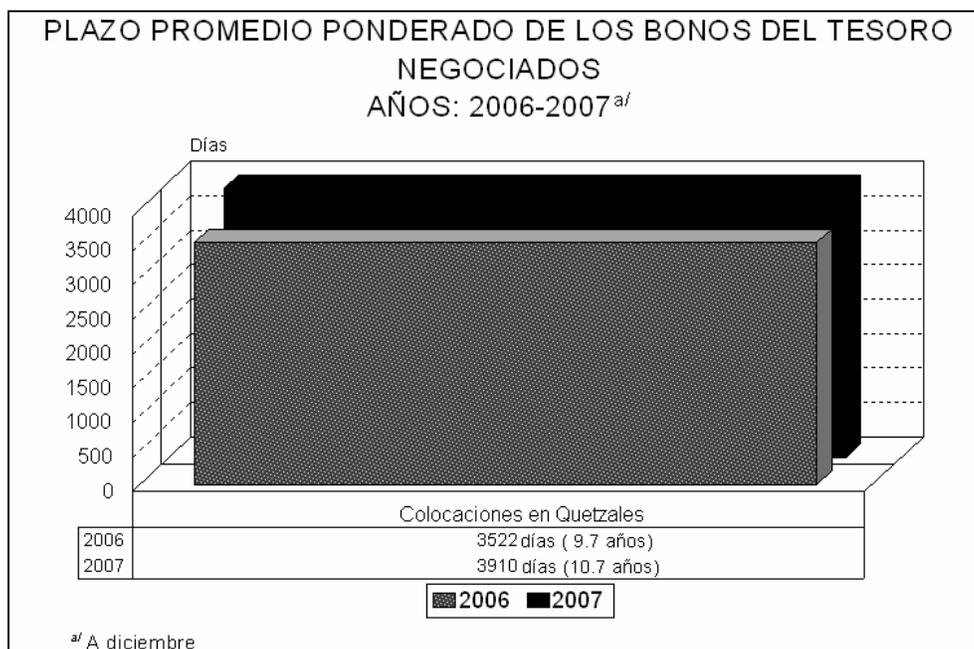


Gobierno Central
Saldo de la Deuda Pública Interna
Años 2006 - 2007
(millones de quetzales)

Tenedor	AL 31/12/2006	Estructura	AL 31/12/2007	Estructura	Variación	
					Absoluta	Relativa
TOTAL	20,188.6	100.0	24,213.6	100.0	4,025.0	19.9
Banco de Guatemala	2,597.8	12.9	3,191.6	13.2	593.8	22.9
Sector Privado Bancario	5,369.8	26.6	6,641.0	27.4	1,271.2	23.7
Sector Público	3,740.6	18.5	4,706.3	19.4	965.7	25.8
Sector No Residente	286.9	1.4	205.6	0.9	-81.3	-28.3
Sector Privado no Bancario	8,193.5	40.6	9,469.1	39.1	1,275.6	15.6

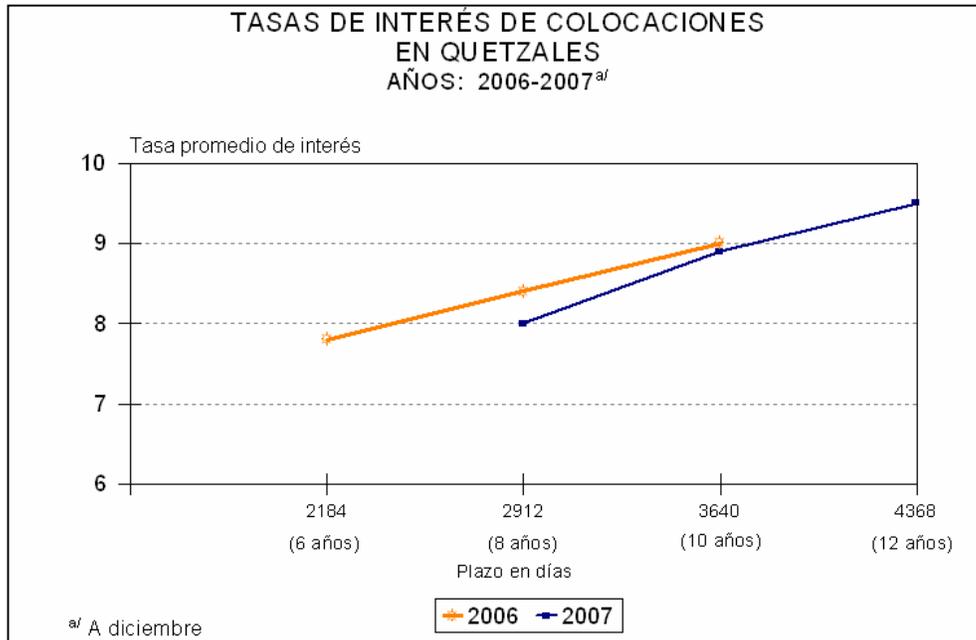
FUENTE: Banco de Guatemala.

En cuanto al plazo de colocación de la deuda interna, es importante indicar que en 2006 el promedio ponderado de las colocaciones en quetzales fue de 3,522 días (9.7 años), mientras que a diciembre de 2007 se ubicó en 3,910 días (10.7 años). Cabe señalar que en ambos años únicamente se realizaron colocaciones de valores públicos expresados en quetzales, mediante los mecanismos de licitación y de subasta.





En lo que concierne a la tasa de interés promedio ponderado de las colocaciones del Gobierno Central expresadas en quetzales, ésta se ubicó en 9.03%, ligeramente superior a la de 2006 (8.90%). Dicho incremento, es resultado de que en 2007 se realizaron colocaciones a 4,368 días (12 años) a 9.5%, lo que refleja un plazo promedio mayor de las colocaciones.



b) Externa

De conformidad con cifras preliminares a noviembre de 2007, el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$4,234.8 millones, monto superior en US\$276.5 millones al saldo registrado al 31 diciembre de 2006. Dicho aumento es el resultado, principalmente, de desembolsos por US\$569.8 millones y amortizaciones por US\$338.5 millones; por lo tanto, la transferencia neta de los recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre los recursos desembolsados y la amortización de capital, fue positiva en US\$231.3 millones.



Con relación a los desembolsos por préstamos recibidos por el Gobierno Central, a noviembre de 2007 destacan los siguientes³²: US\$237.0 millones³³ del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-; US\$193.7 millones³⁴ del Banco Interamericano de Desarrollo -BID-; y US\$130.3 millones³⁵ del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-.

En lo que respecta a las amortizaciones de capital, es importante indicar que en agosto del presente año, se amortizaron los Bonos del Tesoro negociados en el mercado internacional en 1997 por US\$150.0 millones. Asimismo, sobresalen las amortizaciones realizadas al BCIE por US\$56.1 millones y al BID por US\$53.8 millones.

³² Sobresalen los de los préstamos sectoriales, los cuales se caracterizan por tener tasas de interés y plazos más favorables. Este tipo de préstamos constituyen una nueva modalidad de obtención de recursos financieros a costos relativamente más bajos que la colocación de Bonos del Tesoro en los mercados internacionales. Las condiciones financieras en las que se contratan los préstamos de tipo sectorial, permiten cierta discrecionalidad a la entidad prestataria; en el sentido de que los recursos obtenidos se perciben en calidad de apoyo presupuestario, para que el país contratante asigne los fondos a sus propias prioridades de gasto.

³³ Destacan los destinados a financiar el Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión por US\$200.0 millones.

³⁴ Sobresalen los destinados a financiar el Programa de la Reforma de la Gestión Financiera Pública por US\$100.0 millones, el Programa de Mejoramiento de la Calidad del Gasto Social por US\$20.0 millones y el Programa de Rehabilitación y Modernización Vial II por US\$17.2 millones.

³⁵ Destaca el Segundo Préstamo para Políticas de Desarrollo de Base Amplia por US\$100.0 millones.



SEGUNDA PARTE

POLÍTICA MONETARIA, CAMBIARIA Y CREDITICIA PARA 2008

El diseño e implementación de la política monetaria, cambiaria y crediticia para 2008, se sustenta en el objetivo de promover la estabilidad en el nivel general de precios. Considerando lo anterior, la Junta Monetaria, con base en lo dispuesto en los artículos 132 y 133 de la Constitución Política de la República de Guatemala y los artículos 3, 4, 13, 26 y 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008, emitiendo para el efecto la resolución JM-211-2007 del 27 de diciembre de 2007.

En el contexto descrito, la Junta Monetaria consideró que en un régimen de metas explícitas de inflación, las metas de inflación de mediano y largo plazos tienen el propósito primordial de constituir el ancla nominal de la política monetaria y, como tal, orientar en forma efectiva tanto las acciones de política monetaria como las expectativas de los agentes económicos.

Aunado a ello, la Autoridad Monetaria consideró que para una adecuada ejecución de la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia en un entorno macrofinanciero cambiante y dentro de un esquema de metas explícitas de inflación es imprescindible que la misma se fundamente en la aplicación de instrumentos y medidas que permitan actuar de forma oportuna y que, al mismo tiempo, se base en principios de participación en los mercados de dinero y cambiario claramente definidos que brinden mayor claridad en las actuaciones del Banco Central.

La Junta Monetaria tomó en cuenta que el ritmo inflacionario se aceleró durante 2007, en particular durante el segundo semestre. En efecto, el ritmo inflacionario al finalizar 2007 se ubicó en 8.75%, por arriba de la meta de inflación fijada para dicho año. En tal sentido, la Junta Monetaria consideró que en el aumento del ritmo inflacionario respecto de la meta de inflación influyó significativamente el efecto de choques de oferta asociados al incremento en el precio internacional del petróleo-derivados, del maíz y del trigo y, en menor medida, excedentes de liquidez primaria en la economía.



En ese contexto, la Junta Monetaria tomó en cuenta que para 2008 los principales riesgos inflacionarios continúan asociándose al entorno externo, sobre todo si se toma en cuenta que ante la preocupación por contener una recesión de la economía norteamericana y una significativa desaceleración de la economía mundial, los bancos centrales de los países industrializados han implementado una política monetaria expansiva, aun cuando el comportamiento de la inflación ha sido creciente.

Con base en las anteriores consideraciones, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2008 contiene los principios, los instrumentos y las medidas que la hacen coherente con el perfeccionamiento del esquema de metas explícitas de inflación, lo que permitirá continuar consolidando la confianza de los agentes económicos en el referido esquema y, por ende, la estabilidad en las principales variables macroeconómicas y financieras.

En el contexto anterior, me refiero a continuación al escenario internacional previsto para 2008, a las perspectivas para los sectores, externo, real, fiscal y monetario y al contenido de la política monetaria para dicho año.

A. PERSPECTIVAS PARA 2008

1. Escenario Internacional

De acuerdo con las estimaciones de expertos internacionales³⁶, se espera que la economía global crezca 4.8% en 2008. Este crecimiento es inferior al previsto para 2007 (5.2%) debido, fundamentalmente, a la desaceleración proyectada en el crecimiento de la economía de los Estados Unidos de América y a la incertidumbre en los principales mercados financieros. Cabe indicar que dada la coyuntura mundial así como los acontecimientos de los últimos meses, el Fondo Monetario Internacional se encuentra revisando a la baja dicha proyección de crecimiento económico.

Cabe resaltar que el crecimiento económico previsto para 2008 podría verse afectado por el aumento de las presiones inflacionarias en las principales

³⁶ La principal fuente de información de este apartado proviene del documento del FMI "Perspectivas de la Economía Mundial" correspondiente a octubre de 2007. No obstante, en donde ha sido posible los datos han sido actualizados y se agregó información de la coyuntura actual. Otras fuentes consultadas fueron publicaciones de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, *Consensus Forecasts* y *The Economist Intelligence Unit*.



economías del mundo, debido al incremento en la volatilidad del precio internacional del petróleo y de sus derivados y de los alimentos, así como presiones que se derivan de la turbulencia en los mercados financieros internacionales. Con relación a este último aspecto, vale subrayar que los principales países desarrollados han inyectado liquidez en sus sistemas financieros por montos considerables a efecto de moderar los efectos adversos que se derivan de la citada turbulencia, como se ilustra en el cuadro siguiente.

INYECCIÓN DE RECURSOS POR PARTE DE BANCOS CENTRALES
- En millones de US dólares -

Fecha	Reserva Federal	Banco de Japón	Banco Central Europeo	Banco de Canadá	Banco de Australia	Banco Nacional de Suiza	Banco de Inglaterra	Banco Central de Rusia	TOTAL INYECTADO
Aportado 2007	1,245,500.0	27,540.0	1,567,350.0	1,550.0	10,190.0	4,000.0	52,920.0	19,000.0	2,928,050.0
02/01/2008	14,250.0								14,250.0
03/01/2008	10,500.0								10,500.0
04/01/2008	12,250.0								12,250.0
07/01/2008	2,500.0								2,500.0
08/01/2008	1,500.0								1,500.0
09/01/2008	2,500.0								2,500.0
10/01/2008	24,000.0								24,000.0
11/01/2008	3,250.0								3,250.0
14/01/2008	1,750.0								1,750.0
15/01/2008	6,750.0		10,000.0						16,750.0
16/01/2008	13,000.0								13,000.0
17/01/2008	6,000.0								6,000.0
18/01/2008	3,500.0								3,500.0
Aportado enero 2008	101,750.0	-	10,000.0	-	-	-	-	-	111,750.0
Total aportado	1,347,250.0	27,540.0	1,577,350.0	1,550.0	10,190.0	4,000.0	52,920.0	19,000.0	3,039,800.0
Oferta Monetaria	7,374,600.0	6,359,400.0	10,094,600.0	1,365,700.0	803,800.0	3,346,400.0	362,300.0	460,700.0	30,167,500.0
Porcentaje de la oferta monetaria	18.27	0.43	15.63	0.11	1.27	0.12	14.61	4.12	10.08

Fuente: Bloomberg

Según las proyecciones de *The Economist Intelligence Unit*, la economía de los Estados Unidos de América crecerá 1.5% en 2008 (1.9% en 2007). El limitado dinamismo esperado de la economía estadounidense derivaría de los problemas en el mercado de hipotecas y su efecto negativo sobre la inversión residencial, turbulencia en los mercados financieros internacionales, así como del debilitamiento del consumo privado. En lo referente a la inflación, en 2007 la inflación en los Estados Unidos de América se ubicó en un nivel históricamente alto (4.1%), en tanto que para 2008 la inflación podría ser afectada por la expansión de las políticas monetaria y fiscal, en un contexto en donde prevalecen riesgos inflacionarios a nivel mundial, dado que el gobierno del referido país y la Reserva Federal están privilegiando las medidas de



reactivación económica. Hasta la fecha, *Consensus Forecasts* prevé una inflación de 2.8% para finales de 2008.

En el área del euro se estima un crecimiento de 2.1% para 2008, ritmo inferior al estimado para 2007 (2.5%). Se considera que el crecimiento de esta región se sustentaría en el incremento de la inversión tanto en maquinaria y equipo como en construcción, lo que podría coadyuvar a aumentar el nivel de empleo. Sin embargo, la desaceleración del crecimiento económico esperado en esta área se debe, básicamente, a la probable incidencia negativa que sobre las exportaciones de esta región podría tener tanto la reducción del crecimiento económico en los Estados Unidos de América como la apreciación del euro respecto del dólar estadounidense. Adicionalmente, la incertidumbre acerca de la evolución de los mercados financieros hace prever que en 2008 se presenten algunos problemas de financiamiento de la actividad productiva. Por otra parte, se espera que la inflación se reduzca en 2008 a 2.0% (3.1% en 2007).

Las proyecciones de crecimiento económico de *The Economist Intelligence Unit* para Japón indican una reducción del dinamismo económico para 2008 (1.3%) con respecto a 2007 (2.0%). Esta previsión se basa en la moderación de la demanda externa como resultado del menor crecimiento económico global (que afectaría también la inversión) y de la apreciación del yen. En lo referente a la inflación, se proyecta que la misma se sitúe en 0.6% en 2008, lo que implica un leve incremento respecto al 0.3% de 2007.

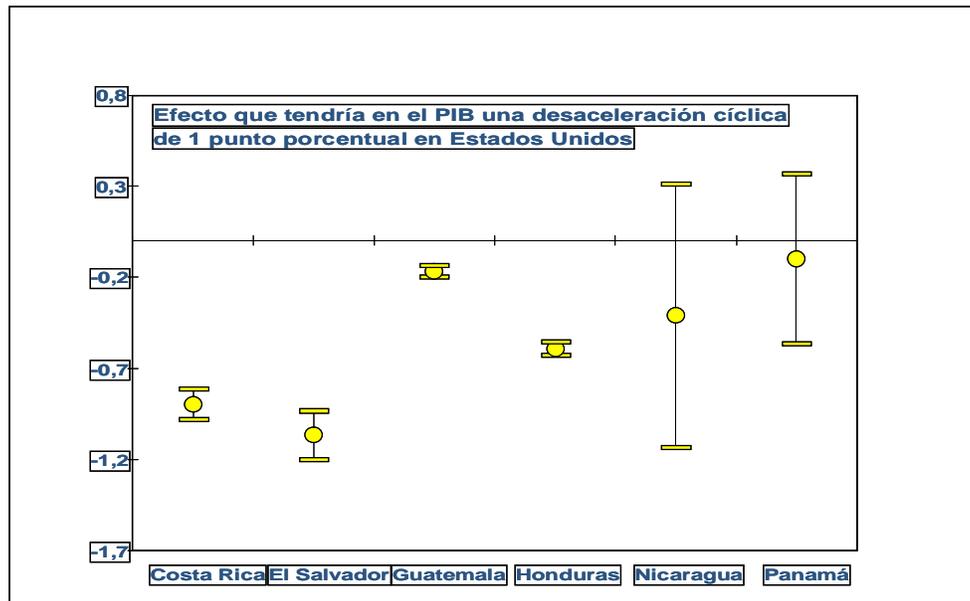
Por su parte, se espera un menor dinamismo en las economías de la República Popular China y de India, cuyas tasas de crecimiento para 2008 se estiman en 10.1% y 7.7%, en su orden (11.5% y 8.9% en 2007, respectivamente). En cuanto a la República Popular China, se espera que el incremento tanto de la inversión como de las exportaciones netas continúe impulsando el crecimiento económico; mientras que en India, se prevé que el crecimiento económico se fundamente en la fortaleza de la demanda interna, especialmente de la inversión. En el caso de la República Popular China, se espera que la inflación se sitúe en 3.3% en 2008 (6.9% en 2007). En India, la inflación prevista para 2008 es de 6.1% (5.5% en 2007). En ambos países la política



monetaria ha sido restrictiva y se espera que en 2008 continúe con la misma orientación a fin de abatir las presiones inflacionarias generadas tanto por la fortaleza de la demanda interna como por el elevado precio internacional del petróleo.

De acuerdo con la Comisión Económica para América Latina y el Caribe -CEPAL- se espera que la actividad económica en la región registre una tasa de crecimiento de 4.9% en 2008, inferior a la de 2007 (5.6%). Se considera que el crecimiento regional sería afectado negativamente por la desaceleración prevista de la economía de los Estados Unidos de América, principal socio comercial de la mayoría de países de la región. Adicionalmente, se pronostica el debilitamiento de la demanda externa, a causa del deterioro de los términos de intercambio en varios países sudamericanos, como resultado de la reducción de los precios de sus exportaciones de metales y de alimentos. Para 2008 se pronostica una inflación de 5.7%, inferior a la de 2007 (8.8%).

En lo referente a Centroamérica, para 2008 CEPAL estima que la región crezca 4.9%, inferior al crecimiento de 2007 (5.6%). La referida desaceleración se atribuye a la pérdida de dinamismo de la actividad económica en los Estados Unidos de América, principal socio comercial de la región, así como a otras condiciones externas adversas. En ese sentido, el FMI, tomando en cuenta los problemas económicos recientes (reducción de los principales índices bursátiles, desaceleración económica internacional y deterioro de los mercados financieros internacionales), realizó una estimación del efecto de la desaceleración económica de los Estados Unidos de América en la tasa de crecimiento de los países de la región (incluyendo Panamá), como se ilustra en la gráfica siguiente.



La referida gráfica muestra que Guatemala sería uno de los países que podría tener menor impacto en términos de crecimiento económico.

Para 2008 se proyecta que la inflación en Centroamérica se sitúe en 6.4%, menor a la observada en 2007 (10.0%).

Por último, entre los riesgos para mantener el crecimiento global proyectado para 2008 destacan los siguientes: la incertidumbre acerca de la evolución de los mercados financieros internacionales, los desequilibrios macroeconómicos globales y la posibilidad de una intensificación de las presiones inflacionarias en las principales economías del mundo, lo que induciría, probablemente, a los bancos centrales de esas economías a implementar políticas monetarias restrictivas, situación que seguiría desacelerando el crecimiento económico mundial. En el caso de los Estados Unidos de América, además de la desaceleración económica prevista existe la posibilidad de que se profundicen las dificultades en el mercado de hipotecas, en detrimento de la inversión real y financiera. En el ámbito interno, cabe mencionar que la estimación de crecimiento económico refleja una reducción en el presente año (de 5.7% en 2007 a 5.3% en 2008), debido principalmente a la desaceleración estimada en el crecimiento económico de los Estados Unidos de América, por lo que en la medida que la estimación de crecimiento de la economía estadounidense se revise a la baja, ello



podría ocasionar una revisión de la estimación de crecimiento económico del país, pero antes es necesario conocer los efectos del programa de incentivos fiscales que ha promovido recientemente el gobierno de los Estados Unidos de América, así como el efecto del relajamiento de la política monetaria en dicho país.

Otro de los riesgos a que está expuesto el crecimiento económico mundial, es la volatilidad del precio internacional del petróleo y de los alimentos. En todo caso, es importante indicar que a la fecha no es posible formular apreciaciones completas acerca del acontecer económico mundial, razón por la cual es conveniente mantener un monitoreo permanente de los mercados bursátiles, cambiarios y de dinero.

**CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
2007 y 2008
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2007 ^{p/}	2008 ^{py/}
Economía mundial	5.2	4.8
Estados Unidos de América	1.9	1.5
Área del euro	2.5	2.1
Japón	2.0	1.3
República Popular China	11.5	10.1
India	8.9	7.7
América Latina y el Caribe	5.6	4.9
Venezuela	8.5	6.0
Argentina	8.6	6.5
Perú	8.2	6.5
Colombia	7.0	5.5
Centroamérica	6.5	5.0
INFLACIÓN		
Estados Unidos de América	4.1	2.8
Área del euro	3.1	2.0
Japón	0.3	0.6
República Popular China	6.9	3.3
India	5.5	6.1
América Latina y el Caribe	8.8	5.7
Venezuela	22.5	19.0
Argentina	8.5	9.0
Perú	3.9	2.4
Colombia	5.7	4.4
Centroamérica	10.0	6.4

^{p/} Cifras preliminares y ^{py/} Cifras proyectadas

Fuentes: Banco de Guatemala, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Fondo Monetario Internacional, Consensus Forecasts, The Economist Intelligence Unit y sitios de Internet de bancos centrales.



A continuación se presentan las perspectivas para 2008 de los sectores externo, real, fiscal y monetario. Al respecto, vale mencionar que las estimaciones correspondientes se hicieron sobre la base de un entorno externo menos favorable que en 2007, pero ante un deterioro mayor en dicho entorno, las estimaciones podrían revisarse.

2. Sector externo

a) Balanza de pagos

En el contexto de las perspectivas de la economía mundial comentadas, en la balanza de pagos de Guatemala para 2008 se prevé un aumento de reservas monetarias internacionales netas por US\$50.0 millones, como resultado de un saldo superavitario estimado de la cuenta de capital y financiera por US\$1,917.0 millones, el que sería suficiente para financiar el déficit en cuenta corriente proyectado por US\$1,867.0 millones, equivalente a 5.1% del producto interno bruto (5.2% en 2007).

En lo que respecta al valor FOB de las exportaciones, éste se situaría en US\$7,979.8 millones, monto mayor en US\$1,059.0 millones (15.3%) al estimado para 2007. Dicho resultado estaría determinado por el incremento en el valor de las exportaciones de otros productos (a Centroamérica, al resto del mundo y maquila) por US\$810.6 millones (15.3%). De ese monto, las exportaciones a Centroamérica estarían creciendo US\$376.6 millones (20.1%), al resto del mundo estarían aumentando US\$218.9 millones (21.0%), en tanto que las de maquila crecerían US\$215.0 millones (9.0%). El referido aumento en el valor de las exportaciones también se explicaría por el crecimiento proyectado en el valor de las exportaciones de los principales productos de exportación por US\$248.4 millones (15.4%). Dicho aumento se sustentaría, en parte, por un alza en el valor de las exportaciones de café, al pasar de US\$579.5 millones en 2007 a US\$684.0 millones en 2008, como consecuencia, tanto por el incremento en el precio medio, como por el incremento en el volumen exportado para 2008.

En lo concerniente al valor exportado de azúcar, se estima que éste se sitúe en US\$408.0 millones, monto superior en US\$30.1 millones (8.0%) respecto de



2007, como resultado de un incremento en el volumen exportado de 4,019.8 miles de quintales (13.4%), aun cuando se proyecta una leve reducción en el precio medio de exportación.

En el caso del banano, el valor exportado se esperaría se sitúe en US\$341.0 millones, monto superior en US\$34.8 millones (11.4%) al valor estimado para 2007. Este resultado se explicaría, básicamente, por un aumento en el volumen de exportación, el cual pasaría de 28,884.8 miles de quintales en 2007 a 31,000.0 miles de quintales en 2008.

En lo que respecta al petróleo, se esperaría un aumento en su valor de exportación, al pasar de US\$235.8 millones en 2007 a US\$294.0 millones en 2008, como resultado, principalmente, del comportamiento previsto en el precio internacional del crudo, así como de la recuperación de la producción nacional.

Por su parte, el valor CIF de las importaciones se ubicaría en US\$15,330.7 millones, monto mayor en US\$1,763.7 millones (13.0%) al valor estimado para 2007. Dicho resultado estaría asociado, principalmente, al ritmo de crecimiento proyectado de la actividad económica para 2008 (5.3%). En la estimación del valor de las importaciones destaca el aumento en los rubros siguientes: combustibles y lubricantes (16.8%); materias primas y productos intermedios (12.5%); y, maquinaria, equipo y herramienta (15.1%).

Como resultado de las proyecciones del comercio guatemalteco para 2008, la balanza comercial registraría un déficit de US\$7,350.9 millones, monto mayor en US\$704.8 millones (10.6%) al valor estimado para 2007.

En cuanto a la balanza de servicios, se prevé un saldo superavitario de US\$273.9 millones, monto menor en US\$1.7 millones (0.6%) respecto del superávit previsto para 2007, que se explicaría tanto por el aumento en los ingresos de servicios no factoriales, asociado al incremento en el superávit estimado en los rubros transporte y seguros (55.5%), turismo y viajes (12.6%), servicios de gobierno (7.8%) y en los servicios misceláneos (21.5%), como por el aumento en el déficit de los servicios factoriales.



Las transferencias corrientes, por su parte, se espera que registren ingresos netos por US\$5,210.0 millones, mayores en US\$588.2 millones (12.7%) a los estimados para 2007, debido a que se prevé un aumento de 14.5% en el ingreso por concepto de remesas familiares.

En lo que respecta a la cuenta de capital y financiera, se esperaría un saldo superavitario de US\$1,917.0 millones, inferior en US\$90.9 millones (4.5%) al valor estimado para 2007. En dicho resultado destacaría la reducción en el capital oficial y bancario por US\$111.3 millones, debido a menores desembolsos por concepto de contratación de endeudamiento externo. Por su parte, se esperaría que el saldo superavitario de la cuenta de capital privado se incremente US\$25.4 millones 1.5%, debido, principalmente, al incremento esperado en la inversión extranjera directa, asociado al mejoramiento del clima de negocios en el país y a la consolidación de los beneficios del DR-CAFTA³⁷ (por sus siglas en inglés).

En lo que respecta a las transferencias de capital, éstas disminuirían US\$5.0 millones (5.6%), al situarse en US\$85.0 millones.

Derivado del resultado del comportamiento de la cuenta corriente y de la cuenta de capital y financiera se esperaría, como se indicó, un incremento de las RMIN de US\$50.0 millones. Con el aumento proyectado tanto en el nivel de dichas reservas como en las importaciones de bienes, el número de meses de importaciones de bienes financiados con reservas monetarias internacionales sería de 3.6 (3.8 en 2007), nivel que seguiría reflejando una sólida posición externa. Incluso si se deducen las obligaciones de corto plazo del Gobierno Central por su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún se estaría por arriba del

³⁷ En ese contexto, el Organismo Ejecutivo presentó al Congreso de la República de Guatemala una iniciativa de ley que pretende aprobar dos enmiendas al DR-CAFTA. La primera, está orientada a modificar algunas reglas de origen que regulan las mercancías textiles y prendas de vestir con el propósito de garantizar la provisión de materia prima de los países signatarios del tratado. Por su parte, la segunda persigue armonizar el trato arancelario que Guatemala otorga, conforme el tratado, a la cerveza importada, con el trato que los otros países de la región otorgan a dicho producto. Con tal enmienda, se pretende equilibrar el resultado de las negociaciones de Guatemala, con el objeto de establecer condiciones similares en la importación de cerveza respecto del resto de países de la región, quienes otorgaron una protección de 15 años a este producto, en tanto que Guatemala, le otorgó una desgravación inmediata. Dicha iniciativa de ley se encuentra en la Comisión de Economía y Comercio Exterior para su estudio y dictamen correspondiente.



límite sugerido por organismos financieros internacionales (3.0 meses), ya que éste sería alrededor de 3.0 meses de importaciones de bienes.

El nivel de reservas monetarias internacionales netas, al 31 de diciembre de 2008, se situaría en US\$4,370.3 millones, equivalente a 7.7 veces el monto del servicio de la deuda pública externa a un año, indicador que también denotaría la solidez de la posición externa del país. Otro indicador de la posición externa del país estaría dado por la relación del nivel de las RMIN respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y de los pagos de la deuda pública externa a un año, cuyo resultado indicaría que el nivel de RMIN estimado para finales de 2008 podría cubrir hasta 1.8 veces las referidas obligaciones.

BALANZA DE PAGOS
AÑOS 2007 - 2008
-En millones de US dólares-

CONCEPTO	2007 ^{e/}	2008 ^{e/}	Variaciones	
			Absolutas	Relativas
I. CUENTA CORRIENTE (A+B+C) ^{1/}	-1,748.7	-1,867.0	-118.3	6.8
A. BALANZA COMERCIAL	-6,646.1	-7,350.9	-704.8	10.6
1.Exportaciones FOB	6,920.9	7,979.8	1,059.0	15.3
Principales Productos	1,614.6	1,863.0	248.4	15.4
Otros Productos	5,306.3	6,116.9	810.6	15.3
2.Importaciones CIF	13,567.0	15,330.7	1,763.7	13.0
B. SERVICIOS	275.6	273.9	-1.7	-0.6
1. Factoriales, Neto	-418.3	-520.3	-102.0	24.4
2. No Factoriales, Neto	693.9	794.2	100.3	14.5
C. TRANSFERENCIAS CORRIENTES (Netas)	4,621.8	5,210.0	588.2	12.7
II. CUENTA DE CAPITAL Y FINANCIERA (A+B+C)	2,007.9	1,917.0	-90.9	-4.5
A. TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	90.0	85.0	-5.0	-5.6
B. CUENTA DE CAPITAL OFICIAL Y BANCARIO	224.4 ^{2/}	113.1	-111.3	-49.6
C. CUENTA DE CAPITAL PRIVADO ^{3/}	1,693.5	1,718.9	25.4	1.5
III. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	259.2	50.0		
Reservas Monetarias Internacionales Netas (- aumento)	-259.2	-50.0		

^{1/} Saldo Cuenta Corriente / PIB = -5.2% para 2007 y -5.1% para 2008

^{2/} Incluye la amortización de Bonos del Tesoro 1997 por US\$150.0 millones

^{3/} Incluye errores y omisiones

^{e/} Cifras estimadas de cierre

^e Cifras estimadas



3. Sector real

El crecimiento económico sostenible no solo requiere de estabilidad macroeconómica, sino además de una eficiente asignación de los recursos que intervienen en el proceso productivo y de políticas institucionales y estructurales eficientes que promuevan el incremento de la productividad.

En tal contexto, la fortaleza de una economía ante choques económicos y extraeconómicos³⁸, requiere de una política monetaria disciplinada (con un ancla nominal definida y un tipo de cambio flexible), de una política fiscal equilibrada, de una base institucional sólida y de una estructura productiva diversificada.

Para 2008 se estima que la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 5.3%, tasa inferior a la estimada para 2007 (5.7%).

El comportamiento previsto en la actividad económica nacional se fundamenta, en el orden externo, en un entorno menos favorable, derivado de la desaceleración que experimentaría la economía de los principales socios comerciales de Guatemala y de elevados precios internacionales del petróleo y sus derivados.

Por su parte, en el orden interno, el crecimiento esperado se basa en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, sustentada en políticas monetaria y fiscal disciplinadas; en las expectativas favorables de los agentes económicos; y, en la fortaleza de la inversión pública y privada.

A nivel de actividades económicas se prevé que éstas registren un comportamiento positivo, aunque menos dinámico que el esperado para 2007, como se comenta a continuación.

Para la actividad *Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca* (con una participación de 12.9% en el PIB), se estima un crecimiento de 2.6%, menor al previsto para 2007 (3.4%). Este comportamiento menos dinámico estaría influenciado, principalmente, por la pérdida de dinamismo esperada en la producción de café,

³⁸ Factores cualitativos que generan incertidumbre en la actividad económica, por ejemplo, los factores de riesgo político que calificadoras de riesgo toman en cuenta al analizar el riesgo país, entre éstos, las condiciones socioeconómicas, la tradición de la ley y el orden y el grado de armonía entre el gobierno y otros sectores de la sociedad, así como la ocurrencia de desastres naturales.



banano, caña de azúcar y cardamomo. Por su parte, según apreciaciones de gremiales y asociaciones de productores, del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Alimentación -MAGA- y de la Coordinadora Nacional de Productores de Granos Básicos -CONAGRAB-, se espera un comportamiento más dinámico en la producción de maíz, frijol, hortalizas y frutas.

En el caso de la producción de café, según la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ- se estima que el próximo año esta actividad manifieste pérdida de dinamismo en su producción, como consecuencia de la disminución de algunas áreas productivas del país, razón por la cual se prevé un crecimiento en la producción de 2.0%, menor al previsto para 2007 (3.0%).

En lo que se refiere a la producción de banano, se estima que ésta crezca 3.0% (3.6% en 2007). Según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S.A. -BANDEGUA- y de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A. -COBIGUA-, el ritmo de crecimiento esperado se asocia, principalmente, a la normalización de la producción en las áreas productivas del país, razón por la cual no se prevé incremento de las áreas de producción.

En cuanto a la producción de caña de azúcar, se espera un crecimiento de 3.5%, comportamiento menos dinámico que el observado en 2007 (17.4%). Según la Asociación de Azucareros de Guatemala -ASAZGUA-, para la zafra 2007/2008 se prevé una producción de 445.8 millones de quintales, mayor en 15.1 millones de quintales a la zafra 2006/2007. Dicha pérdida de dinamismo estaría sustentada, según la asociación, por la normalización de la producción, dado que no se prevé una ampliación de las áreas sembradas.

En cuanto a la producción de cardamomo, se espera que para 2008 registre una desaceleración en su tasa de crecimiento, al pasar de 2.0% en 2007 a 1.0% en 2008. Según la Asociación de Cardamomeros de Guatemala -CARDEGUA-, dicho comportamiento se explica, principalmente, por la disminución de la demanda del aromático nacional, dado que en algunos países asiáticos, especialmente en India, se prevé un incremento en la producción.



En lo que corresponde a la producción de maíz y de frijol, ésta crecerá 1.8%, lo que representaría un mayor dinamismo al observado el año previo (1.0% para ambos productos). Según CONAGRAB, el crecimiento esperado respondería a condiciones climáticas favorables previstas para 2008.

En la actividad *Explotación de minas y canteras* (con una participación de 0.7% en el PIB), se espera un crecimiento de 3.3% (9.0% en 2007). El comportamiento menos dinámico de esta actividad, estaría asociado a la desaceleración que se prevé en la demanda de piedra, arena y arcilla por parte del sector construcción, así como al menor dinamismo previsto en la extracción de oro y de plata, como resultado de la normalización de la producción de la empresa Montana Exploradora de Guatemala, S. A.

En el caso de la actividad *Industrias manufactureras* (con una participación de 18.1% en el PIB), se esperaría un crecimiento de 3.1% para 2008, porcentaje ligeramente inferior al estimado para 2007 (3.3%). Este resultado estaría influenciado por las expectativas de una menor producción de textiles y prendas de vestir, derivado de una menor demanda externa, como resultado de la desaceleración esperada de la economía mundial, en particular en la de los Estados Unidos de América, principal destino de las exportaciones de textiles y prendas de vestir.

En cuanto a la industria de alimentos se prevé que ésta mantenga su dinamismo, dada la importancia de la demanda interna, la cual continuará influenciada, en parte, por el ingreso de remesas familiares.

Asimismo, se estima que los niveles esperados de inversión, tanto pública (aeropuertos, carreteras y puentes, etcétera) como privada (edificios, viviendas y centros comerciales, por ejemplo), que estimulan la demanda de productos industriales destinados a la construcción (cemento, block, hierro y metales), muestren un comportamiento positivo aunque menos dinámico que en 2007.

En lo que respecta a la actividad *Suministro de electricidad y captación de agua* (con un peso relativo de 2.6% en el PIB), se estima un crecimiento de 4.0% (5.2% en 2007), el cual se asocia, principalmente, a una menor demanda de energía eléctrica, derivada del menor crecimiento esperado en las actividades *industria manufacturera*,



comercio al por mayor y al por menor y servicios privados. De acuerdo con información del Administrador del Mercado Mayorista -AMM-, de conformidad con el programa de despacho de carga del sistema nacional interconectado para el período mayo 2007- abril 2008, se proyecta una disminución de la generación de energía eléctrica, como resultado del menor crecimiento económico previsto.

La actividad *Construcción* (con una participación de 4.2% en el PIB), se espera registre una tasa de crecimiento de 5.0% (12.1% en 2007). Dicha pérdida de dinamismo estaría explicada, por una parte, por la menor cantidad de metros autorizados de construcción en 2007, cuya realización concluirá en 2008, tanto en edificios residenciales como no residenciales y, por la otra, por las expectativas de un moderado gasto público.

La actividad *Comercio al por mayor y al por menor* (con una participación de 12.0% en el PIB), se estima que en 2008 registre una tasa de crecimiento de 4.0% (4.1% en 2007), explicada, principalmente, por el menor dinamismo previsto en las actividades *agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca e industrias manufactureras*, así como en las importaciones de bienes.

Para la actividad *Transporte, almacenamiento y comunicaciones* (con un peso relativo de 10.2% en el PIB), se prevé que ésta registre un crecimiento de 18.5% (18.8% en 2007). Dicho comportamiento sería resultado, por una parte, de la evolución esperada en la subactividad transporte, la cual pasaría de un crecimiento de 1.9% en 2007 a 1.3% en 2008, asociado, principalmente, al impacto derivado de un incremento en los costos de operación, como resultado del aumento en los precios de los combustibles y lubricantes, vinculado al alza del precio internacional del petróleo y, por la otra, de la evolución de la subactividad de comunicaciones, la cual se esperaría registre una tasa de crecimiento de 26.3% en 2008 (28.9% en 2007). Dicho crecimiento se sustentaría, básicamente, en el comportamiento estimado del número de líneas telefónicas nuevas que, con base en la última información disponible de la Superintendencia de Telecomunicaciones -SIT-, se estarían desacelerando con relación al número de líneas nuevas activadas el año previo.



En cuanto a la actividad *Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares* (con un peso relativo de 4.7% en el PIB), para 2008 se prevé que registre una tasa de crecimiento de 15.6% (16.0% en 2007), asociada a un comportamiento menos dinámico en la demanda de crédito por parte de los agentes económicos.

Respecto a la actividad *Alquiler de vivienda* (con una participación de 9.9% en el PIB), se espera una tasa de crecimiento de 3.8% para 2008, similar a la registrada el año anterior (3.9%). Dicho comportamiento se explicaría, principalmente, por el menor número de viviendas en construcción en 2007, lo que implicaría una menor oferta de inmuebles destinados al arrendamiento durante 2008.

Por su parte, la actividad *Servicios privados* (con una participación de 15.2% en el PIB), se espera muestre una tasa de crecimiento de 5.2% para 2008 (5.4% en 2007). Dicho comportamiento estaría asociado, principalmente, al menor dinamismo esperado en las actividades agropecuarias, industriales, comerciales y de transporte, principales demandantes de dichos servicios.

Por último, en lo que respecta a la actividad *Administración pública y defensa* (con un peso relativo de 6.3% en el PIB), se estima registre una tasa de crecimiento de 4.2% (4.3% en 2007), en virtud de que se prevé un menor dinamismo en el comportamiento de las remuneraciones en términos reales del Gobierno Central.

A continuación se presenta un cuadro que muestra las tasas de crecimiento económico por ramas de actividad para 2008.



PRODUCTO INTERNO BRUTO MEDIDO POR EL ORIGEN DE LA PRODUCCIÓN
AÑOS 2007 - 2008

Millones de quetzales constantes a precios de 2001 ^{al}

ACTIVIDADES ECONÓMICAS	2007 ^{al}	2008 ^{pyl}	Tasas de variación	
			2007	2008
1. Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	24,637.0	25,265.4	3.4	2.6
2. Explotación de minas y canteras	1,241.5	1,282.8	9.0	3.3
3. Industrias manufactureras	34,358.3	35,436.2	3.3	3.1
4. Suministro de electricidad y captación de agua	4,821.1	5,015.9	5.2	4.0
5. Construcción	7,774.2	8,159.6	12.1	5.0
6. Comercio al por mayor y al por menor	22,520.8	23,430.7	4.1	4.0
7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones	16,809.7	19,914.3	18.8	18.5
8. Intermediación financiera, seguros y actividades auxiliares	7,869.2	9,093.7	16.0	15.6
9. Alquiler de vivienda	18,577.9	19,283.9	3.9	3.8
10. Servicios privados	28,274.4	29,736.8	5.4	5.2
11. Administración pública y defensa	11,775.2	12,273.3	4.3	4.2
PRODUCTO INTERNO BRUTO	185,515.8	195,262.8	5.7	5.3

a/ La discrepancia entre el total y la suma de los componentes se debe al valor de los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente, a los impuestos netos de subvenciones a los productos y a la diferencia por no aditividad de índices encadenados.

e/ Cifras estimadas

py/ Cifras proyectadas

4. Sector fiscal

El Presupuesto General de Ingresos y Egresos del Estado para el Ejercicio Fiscal 2008, contempla como fuente de financiamiento los recursos que se generan de la aprobación de medidas en materia de administración tributaria.



La ejecución presupuestaria para 2008 registraría un aumento en los ingresos y donaciones por Q3,097.6 millones (8.7%) respecto de los ingresos estimados para 2007; mientras que el gasto total exhibiría un crecimiento de Q3,142.0 millones (7.8%) respecto a los estimados para 2007. Por su parte, el déficit fiscal se ubicaría en Q4,744.9 millones (equivalente a 1.7% del PIB). En lo que respecta al financiamiento del déficit, éste sería cubierto con financiamiento interno neto por Q1,956.7 millones, monto menor en Q1,451.8 millones al estimado para 2007. Con relación al financiamiento externo neto, éste se ubicaría en Q1,069.7 millones, monto menor en Q896.7 millones al estimado para 2007. Por último, se prevé una utilización de recursos de caja por Q1,718.5 millones, como se aprecia en el cuadro siguiente.

GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA
AÑO 2008
-Millones de quetzales-

CONCEPTO	2007 ^{el}	TRIMESTRE				2008 ^{pyl}	VARIACIONES	
		I	II	III	IV		Absoluta	Relativa
I. INGRESOS Y DONACIONES	33,459.3	8,591.2	8,510.8	8,772.3	9,529.9	35,404.2	3,097.6	8.7
A. Ingresos	33,039.5	8,403.8	8,272.8	8,495.2	9,306.0	34,477.8	2,452.4	7.1
B. Donaciones	419.8	187.4	238.0	277.1	223.9	926.4	645.2	69.6
II. TOTAL DE GASTOS	37,377.7	8,157.5	8,752.9	10,652.7	12,586.0	40,149.1	3,142.0	7.8
A. De Funcionamiento	24,776.1	6,270.7	6,639.5	7,701.9	8,129.1	28,741.2	4,071.0	14.2
B. De Capital	12,601.6	1,886.8	2,113.4	2,950.8	4,456.9	11,407.9	-929.0	-8.1
III. SUPERAVIT O DEFICIT PRESUPUESTAL	-3,918.4	433.7	-242.1	-1,880.4	-3,056.1	-4,744.9	-44.4	0.9
IV. FINANCIAMIENTO NETO	3,918.4	-433.7	242.1	1,880.4	3,056.1	4,744.9	44.4	0.9
A. Interno	2,502.7	957.3	1,707.6	-224.7	-483.5	1,956.7	-1,451.8	-74.2
B. Externo	3,037.6	-185.4	1,599.8	-168.5	-176.2	1,069.7	-896.7	-83.8
C. Variación de Caja (-) aumento (+) disminución	-1,621.9	-1,205.6	-3,065.3	2,273.6	3,715.8	1,718.5	2,392.9	139.2
Carga tributaria (incluye IUSI)	12.3					12.1		
Déficit/PIB	-1.5					-1.7		

Fuente: Ministerio de Finanzas Públicas

^{el} Cifras estimadas

^{pyl} Cifras proyectadas

Tomando en cuenta que el uso de caja programado para 2008 (Q1,718.5 millones) presionaría la política monetaria, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala elaboraron un escenario que prevé un uso de caja de Q859.3 millones, el



cual se considera factible dada la estrecha coordinación de las políticas monetaria y fiscal, dicho escenario se incorporó en el Programa Monetario y Fiscal para 2008.

5. Sector monetario

Las proyecciones del sector monetario para 2008 guardan consistencia, por una parte, con la meta de inflación propuesta (5.5% +/- 1.5 puntos porcentuales) y con el crecimiento de la actividad real, que se estima en 5.3% y, por la otra, con las estimaciones de los sectores externo y fiscal. Con esa base, la demanda de emisión monetaria para 2008 registraría una tasa de crecimiento interanual de alrededor de 11.9% respecto al saldo estimado para 2007. En ese contexto, se tiene que los medios de pago totales (M/N + M/E) podrían crecer entre 12% y 15%, en tanto que el crédito bancario al sector privado (M/N + M/E) crecería entre 18% y 21%, ambos en términos interanuales.

B. OBJETIVO FUNDAMENTAL Y META DE POLÍTICA

1. Objetivo fundamental

Congruente con el objetivo fundamental del Banco de Guatemala, relativo a contribuir a crear y mantener las condiciones más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional, para lo cual propiciará las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias que promuevan la estabilidad en el nivel general de precios, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia está determinada, entonces, para alcanzar dicho objetivo.

En apoyo al logro del objetivo fundamental, y con el propósito de que en el mediano plazo la inflación interna converja hacia los niveles observados en las economías en desarrollo que han aplicado el esquema de metas explícitas de inflación, la ejecución de la política monetaria se complementa por acciones en los ámbitos de la modernización financiera y de la consolidación de las finanzas públicas, en el marco de una política económica integral y sostenible que propicie la competitividad y la eficiencia del sector productivo.



2. Meta de política

Para el ritmo inflacionario total, medido por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor -IPC-, se estableció para 2008 una meta de 5.5% con un margen de tolerancia de +/- 1.5 puntos porcentuales y para diciembre de 2009 una meta de 5.5% con un margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.

C. VARIABLES INDICATIVAS DE LA POLÍTICA MONETARIA

Con el propósito de guiar y orientar las acciones de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y evaluar en qué medida se está logrando la meta, así como con el fin de detectar oportunamente los efectos que eventos exógenos puedan tener sobre los mercados financieros y actuar, en consecuencia, de forma oportuna, se dará seguimiento a las variables indicativas siguientes.

1. Ritmo inflacionario total proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario total proyectado para diciembre de 2008 y para diciembre de 2009, comparándolo con la meta de inflación fijada para esos mismos meses.

2. Ritmo inflacionario subyacente proyectado

Se dará seguimiento al ritmo inflacionario subyacente proyectado (tanto para diciembre de 2008 como para diciembre de 2009), para cuyo cálculo se excluyen del IPC los rubros que tienen una elevada variabilidad que no es explicada por razones monetarias comparándolo con la meta de inflación fijada para esos mismos meses.

3. Tasa de interés parámetro³⁹

Con el fin de buscar que las condiciones del mercado de dinero sean compatibles con el logro de la meta de inflación, se dará seguimiento a la tasa de

³⁹ Es la tasa de interés de corto plazo compatible con el mantenimiento de la estabilidad económica.



interés parámetro (Tasa Taylor ajustada), comparándola con el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

4. Tasa de interés pasiva de paridad

A fin de evaluar las condiciones de competitividad del mercado financiero interno respecto a los mercados financieros del exterior, se dará seguimiento a la tasa de interés pasiva de paridad, la cual incluirá un margen de fluctuación de media desviación estándar.

5. Liquidez primaria

La liquidez primaria en la economía es un elemento fundamental en la teoría monetaria, dado que representa el concepto de dinero de alto poder, que es aquél que tiene un efecto multiplicador en el proceso de creación secundaria de dinero.

La liquidez primaria está compuesta por la emisión monetaria y por la base monetaria amplia, por lo que se dará seguimiento al comportamiento de ambas variables.

En cuanto a la emisión monetaria, conforme al programa monetario para 2008 (Anexo 1), se estima que la demanda de emisión monetaria crezca 11.9% respecto del nivel estimado de cierre en el programa monetario de 2007, compatible con una tasa esperada de crecimiento del Producto Interno Bruto, en términos reales, de 5.3% y con la meta de inflación de 5.5%.

En lo referente a la base monetaria amplia, compuesta por el numerario en circulación, la reserva bancaria y el saldo de operaciones de estabilización monetaria de corto plazo, se dará seguimiento a su evolución en relación con un corredor programado, cuyo margen de tolerancia corresponde a una desviación estándar.

6. Medios de Pago

Congruente con la estimación del crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, se estima que los medios de pago totales (M2) crecerán a finales de 2008 en un rango de entre 12% y



15%, en términos interanuales. El seguimiento de esta variable se orientará a evaluar si su evolución observada a lo largo del año es compatible con la referida estimación de crecimiento interanual.

7. Crédito bancario al sector privado

Consistente con el crecimiento de los medios de pago, se espera que el crecimiento del crédito bancario total al sector privado alcance a finales de 2008 un rango de entre 18% y 21%, en términos interanuales. El seguimiento de esta variable se orientará a evaluar si su evolución observada a lo largo del año es compatible con la referida estimación de crecimiento interanual.

8. Expectativas de inflación del panel de analistas privados

Las expectativas acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía pueden, en determinadas circunstancias, influir sobre la tendencia de la tasa de inflación que finalmente se observe en el período, por lo cual se deberá dar seguimiento al pronóstico de inflación proveniente de la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados.

9. Expectativas implícitas de inflación

El cálculo de las expectativas implícitas de inflación constituye una forma indirecta de obtener la percepción acerca de las expectativas de los agentes económicos, y se obtiene de estimar la brecha entre la tasa de interés de largo plazo y la tasa de interés de corto plazo, bajo la premisa de que la tasa de interés de largo plazo contiene información sobre la inflación esperada por los agentes económicos. En ese sentido, el seguimiento de la referida variable complementará la medición de las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo cual es fundamental en un esquema de metas explícitas de inflación.



10. Pronósticos de inflación de mediano plazo del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-

Se dará seguimiento al resultado de los pronósticos de inflación de mediano plazo que se obtengan de los cuatro corrimientos del Modelo Macroeconómico Semiestructural previstos para 2008.

D. PRINCIPIOS PARA PARTICIPAR EN EL MERCADO

Con el propósito de alcanzar el objetivo fundamental del Banco de Guatemala contemplado en el artículo 3 de su ley orgánica, se considera conveniente explicitar los principios que han de regir su participación tanto en el mercado monetario como en el mercado cambiario.

1. Enfoque en el objetivo fundamental

Tomando en cuenta que dentro de un esquema de metas explícitas de inflación, el objetivo del Banco Central se enfoca a alcanzar la estabilidad en el nivel general de precios, éste debe encauzar sus esfuerzos de política monetaria en la creación y el mantenimiento de las condiciones monetarias, cambiarias y crediticias más favorables al desarrollo ordenado de la economía nacional.

2. Realización de las operaciones de estabilización monetaria en un esquema de metas explícitas de inflación

En el esquema de metas explícitas de inflación, el principal instrumento para el control de la liquidez de la economía lo constituye la realización de operaciones de estabilización monetaria, que comprende, entre otras, la recepción de depósitos a plazo, así como la realización de operaciones de mercado abierto en el mercado secundario de valores, en condiciones de mercado, por parte del Banco Central, con los sectores financiero, público y privado no financiero, con la finalidad de contraer o expandir la oferta monetaria a efecto de que, por un lado, se modere el comportamiento de la demanda agregada de la economía y, por el otro, se influya sobre la evolución de



las tasas de interés y así contribuir al logro del objetivo fundamental del Banco Central, al que se refiere el artículo 3 de su ley orgánica.

3. Flexibilidad cambiaria

Si bien en un esquema de flexibilidad cambiaria el tipo de cambio nominal es determinado por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado, existen razones que justifican la eventual participación del Banco Central en el mercado cambiario. Para tal efecto, dicha participación debe sustentarse en criterios objetivos y transparentes que generen certeza para los participantes en el mercado cambiario.

E. INSTRUMENTOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACRO-FINANCIERA

1. Mercado monetario

a) Operaciones de estabilización monetaria

Para 2008 las operaciones de estabilización monetaria continuarán siendo el instrumento central para el control de la oferta de dinero, dado que es el que menos distorsiones introduce en el funcionamiento del mercado financiero, razón por la cual coadyuva a cumplir con el objetivo fundamental de promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Para 2008 se continuará participando en el mercado mediante los mecanismos que actualmente utiliza el Banco de Guatemala para la recepción de Depósitos a Plazo -DP-, siendo éstos:

i) Mecanismos para colocación

· Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD-

Mediante este mecanismo se realizarán las negociaciones con bancos y sociedades financieras en forma diaria, al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria.



- **Sistema de Valores de la Bolsa de Valores Nacional, S. A.**

Mediante este mecanismo se realizarán negociaciones, por medio de las casas de bolsa, al plazo de 7 días, a la tasa de interés líder de la política monetaria.

- **Licitaciones**

Mediante este mecanismo se recibirán depósitos a plazo, por medio de las bolsas de comercio que operan en el país y en forma directa, para lo cual se convocará a las licitaciones por fechas de vencimiento, por cupos predeterminados, cuyos vencimientos sean de hasta un año.

- **Ventanilla**

En este mecanismo el Banco de Guatemala recibirá depósitos a plazo, diariamente, en forma directa del sector privado no financiero y del sector público.

ii) Marco para la realización de las operaciones de estabilización monetaria

- Continuar utilizando como tasa de interés líder de la política monetaria, la correspondiente a las operaciones al plazo de 7 días.

- Continuar con la recepción de depósitos con vencimientos superiores a 7 días, hasta un año, a tasas de interés que serán determinadas por el mercado.

Asimismo, cuando los espacios monetarios lo permitan, el Banco Central realizará operaciones de estabilización monetaria, cuyos vencimientos sean mayores de un año, para que gradualmente, por una parte, el Banco de Guatemala se acerque a tener una posición menos deudora o neutral frente al mercado de dinero y, por la otra, mejore el manejo de sus pasivos monetarios.

- Velar porque las tasas de interés de corto plazo no fluctúen en forma abrupta, para el cual el Banco de Guatemala podrá participar en la



Mesa Electrónica Bancaria de Dinero o en las bolsas de comercio, inyectando o retirando liquidez cuando se observe volatilidad en el mercado de dinero.

iii) Captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América

En 2008 el Banco de Guatemala dispondrá del instrumento que le permita recoger liquidez en moneda extranjera, mediante la captación de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, a tasas de interés que no induzcan a arbitraje, con el objetivo de, si las circunstancias lo ameritan, suavizar el comportamiento del tipo de cambio nominal, de conformidad con lo establecido en la resolución JM-99-2004 del 24 de septiembre de 2004. Asimismo, esta medida coadyuvaría a moderar la expansión del crédito bancario al sector privado, en moneda extranjera.

Los montos a captar y los plazos de las operaciones propuestas serán determinados por el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en función de la evolución del mercado cambiario.

b) Mercado Secundario de Valores

i) Consolidación de la información de las operaciones interbancarias en el mercado secundario de valores

Un elemento importante en el desarrollo y profundización del mercado secundario de valores lo constituye la información y la transparencia con la que se realizan las operaciones en dicho mercado. Para tal efecto, la Junta Monetaria instruyó a los bancos del sistema y sociedades financieras para que informen al Banco de Guatemala las características financieras de las operaciones que realicen con depósitos a plazo y con bonos del tesoro o con los certificados representativos de tales bonos en el mercado bursátil y extrabursátil, en la forma y con la periodicidad que establezca el Banco Central.



c) Otros instrumentos

i) Encaje bancario

Se mantiene vigente la tasa de encaje bancario en 14.6%, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera.

ii) Prestamista de última instancia

La asistencia crediticia del Banco Central a los bancos del sistema, conforme a lo dispuesto en el artículo 48 de la Ley Orgánica del Banco de Guatemala y en la resolución JM-50-2005 del 2 de marzo de 2005, se orientará únicamente a solventar deficiencias temporales de liquidez.

2. Mercado cambiario

a) Regla de participación

Con el propósito de que la participación del Banco de Guatemala se sustente en criterios objetivos y transparentes que sean conocidos plenamente por el mercado, se utilizará la regla cambiaria vigente a efecto de moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, sin afectar su tendencia.

F. MEDIDAS PARA CONTRIBUIR A LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA MONETARIA

1. Coordinación con la política fiscal

A fin de consolidar la eficacia y credibilidad de la política macroeconómica, es preciso seguir fortaleciendo la coordinación institucional mediante el Grupo de Trabajo Banco de Guatemala - Ministerio de Finanzas Públicas, creado desde 2002 por ambos entes, con el propósito de materializar los esfuerzos que le permitan a las políticas monetaria y fiscal cumplir con sus objetivos en materia de estabilidad macroeconómica.



2. Estrategia para desarrollar y profundizar el mercado secundario de valores

El Banco de Guatemala continuará con los esfuerzos para diseñar una estrategia de mediano plazo que permita desarrollar, profundizar y fortalecer el mercado secundario de valores, con el apoyo de organismos financieros internacionales.

3. Transparencia y rendición de cuentas del Banco de Guatemala

Para el fortalecimiento de la rendición de cuentas de la actuación del Banco Central es necesario que, además de cumplir con la elaboración de los diferentes informes y publicaciones que debe realizar, de conformidad con lo dispuesto en su ley orgánica, el Banco de Guatemala dé a conocer al público, por una parte, el diseño y orientación de la política monetaria y, por la otra, las acciones tomadas para la ejecución de dicha política para el logro del objetivo fundamental del Banco Central, cual es la estabilidad en el nivel general de precios. Asimismo, a efecto de generar certeza en los agentes económicos para la toma de sus decisiones, en Anexo 2 se presenta el calendario anual de las sesiones en las que la Autoridad Monetaria tomará decisión respecto del nivel de la tasa de interés líder de política monetaria.

4. Mejora en el marco analítico de la Política Monetaria

a) Identificación y cuantificación de los diferentes mecanismos de transmisión de la política monetaria

El mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia la trayectoria de inflación de una economía es complejo y cambiante. En general, suelen identificarse cuatro canales por los cuales tal mecanismo se materializa: el de la tasa de interés, el del tipo de cambio, el de otros precios de activos y el del crédito. Típicamente, también se reconoce la operatoria de un canal de expectativas. La importancia relativa de tales canales varía a lo largo del tiempo de un país a otro. En particular, distintos grados de desarrollo en las estructuras de las economías y distintos contextos institucionales afectan la operatoria y las magnitudes relativas de los diferentes canales de transmisión. Particularmente, la existencia de distintos regímenes



monetarios y cambiarios determina diferencias importantes en los canales de transmisión de la política monetaria entre países y entre períodos históricos. Sin embargo, es conveniente llegar a tener una noción acerca de la importancia cuantitativa de los distintos canales de transmisión de la política monetaria, pues ello permite conocer de mejor manera los posibles costos, en términos de producción real, de la política anti-inflacionaria, así como sus posibles efectos cambiarios.

Por otro lado, existe cierta equivalencia empírica entre los efectos de los distintos canales de transmisión. Por lo tanto, es difícil distinguir cuantitativamente su importancia relativa en un momento dado. Aun así, el conocimiento de las características específicas de una determinada economía puede ser útil para orientar la investigación cuantitativa en cuanto a los canales de transmisión de la política monetaria.

Dentro de ese contexto, la Junta Monetaria instruyó a los Departamentos Técnicos del Banco de Guatemala iniciar la tarea de identificación y cuantificación plena de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

b) Modelo Macroeconómico Estructural -MME-

En 2008, se iniciará la construcción de un Modelo Macroeconómico Estructural -MME- para pronósticos de inflación, el cual incorpora fundamentos a nivel microeconómico, herramienta común en bancos centrales que han implementado el esquema de metas explícitas de inflación. Dicho modelo complementará los pronósticos de inflación de mediano plazo que actualmente se obtienen del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-.

5. Mejoramiento del sistema estadístico en 2008

El Banco de Guatemala adoptará los manuales recientes y mejores prácticas internacionales en materia de: a) Cuentas Nacionales Trimestrales, a más tardar a finales del segundo semestre de 2008; y, b) Balanza de Pagos, a más tardar a finales del primer semestre de 2008.



6. Fortalecimiento de la normativa prudencial y de la supervisión preventiva

Sin menoscabo de lo que establece la literal u) del artículo 3 de la Ley de Supervisión Financiera, la Junta Monetaria instruyó a la Superintendencia de Bancos continuar avanzando en la adopción de acciones y medidas orientadas al fortalecimiento de la normativa prudencial y de la supervisión preventiva y, de ser necesario, presentar a consideración de la Junta Monetaria las propuestas que estime pertinentes.

Muchas Gracias



ANEXO 1

PROGRAMA MONETARIO Y FISCAL 2008 Millones de quetzales

Concepto	I TRIM	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
CUENTAS FISCALES					
Ingresos	8,591	8,511	8,772	9,530	35,404
Egresos	7,943	8,538	10,438	12,371	39,290
Corrientes	6,271	6,640	7,702	8,129	28,741
Capital	1,672	1,899	2,736	4,242	10,549
Déficit (% del PIB)	-649	27	1,666	2,841	3,886 1.4
Financiamiento externo neto	-185	1,600	-169	-176	1,070
Financiamiento interno neto	957	1,708	-225	-484	1,957
Variación de Caja	-1,420	-3,280	2,059	3,501	859
A. FACTORES MONETIZANTES (+) Y DESMONETIZANTES (-)					
I. Reservas Monetarias Internacionales Netas	-379	1,421	-163	-479	400
En US\$	-47	178	-20	-60	50
II. Activos Internos Netos	-497	-4,096	2,861	6,127	4,396
1. Gobierno Central	-1,420	-3,280	2,059	3,501	859
2. Resto del sector público	-597	222	-182	308	-248
3. Posición con bancos	273	-1,840	327	533	-706
Crédito a bancos	0	0	0	0	0
Reserva bancaria	273	-1,840	327	533	-706
4. Otros Activos Netos	211	-36	41	330	546
Gastos y productos	89	52	13	167	321
Otros	122	-89	29	163	225
5. Vencimientos de DP	1,035	839	616	1,455	3,945
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	-876	-2,675	2,698	5,648	4,796
B. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-406	277	151	2,189	2,211
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	470	2,952	-2,547	-3,459	-2,585
D. COLOCACIÓN DE OEM	-470	-2,952	2,547	3,459	2,585
E. COLOCACIONES NETAS OEM (-) aumento (+) disminución	1,505	3,791	-1,931	-2,004	1,360



ANEXO 2
CALENDARIO DE LAS SESIONES EN LAS
QUE LA JUNTA MONETARIA TOMARÁ DECISIÓN
RESPECTO DE LA TASA DE INTERÉS LÍDER
DE LA POLÍTICA MONETARIA

FECHA
20 de febrero de 2008
26 de marzo de 2008
23 de abril de 2008
21 de mayo de 2008
18 de junio de 2008
23 de julio de 2008
20 de agosto de 2008
17 de septiembre de 2008
22 de octubre de 2008
19 de noviembre de 2008
17 de diciembre de 2008