



INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO 2003

Guatemala, julio de 2003

BANCO DE GUATEMALA

Guatemala
30 de julio de 2003

Señores Miembros
Honorable Junta Monetaria
Edificio

Señores Miembros:

Como es de su apreciable conocimiento, de conformidad con el inciso a) del artículo 26 del Decreto Número 16-2002 del Congreso de la República, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, corresponde a la Junta Monetaria evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país y, al presidente del Banco de Guatemala, tal lo dispuesto en el inciso c) del artículo 30 de dicho decreto, aprobar el informe de política monetaria que debe publicarse semestralmente y que contenga una explicación de las operaciones realizadas para alcanzar el objetivo fundamental del Banco Central.

Dentro del anterior contexto, dado que la aludida ley orgánica no hace referencia explícita al documento que deba contener la evaluación de la política y, tomando en cuenta que el informe de política monetaria a que se refiere el párrafo anterior, contiene los elementos necesarios para evaluar la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, esta presidencia estima pertinente que Junta Monetaria, a los efectos de darle cumplimiento a lo dispuesto en el inciso a) del artículo 26 antes citado, tome como documento base el referido informe, contenido en el Dictamen CT-2/2003 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala, el cual cuenta con la aprobación del suscrito.

Hago propicia la ocasión para reiterarles las muestras de mi más alta y distinguida consideración y estima.

A handwritten signature in black ink, consisting of several loops and a long horizontal stroke at the bottom.

BANCO DE GUATEMALA

07134

Guatemala,
7 de agosto de 2003

Señor
Enrique A. Amurrio Comparini
Director
Departamento de Comunicaciones
y Relaciones Públicas
Edificio

DIRECCIÓN GENERAL DE
RELACIONES PÚBLICAS Y
COMUNICACIONES

3 AGO - 7 12 16

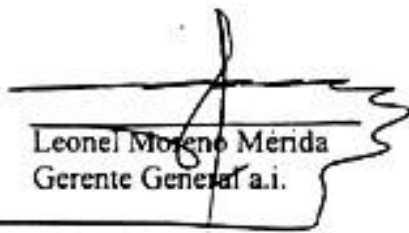
BANCO DE GUATEMALA

Señor Director:

Hago de su conocimiento que según Oficio del 30 de julio del año en curso, el señor Presidente del Banco de Guatemala, conforme lo dispuesto en el inciso c) del artículo 30 del Decreto Número 16-2002 del Congreso de la República, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, aprobó el "Informe de Política Monetaria a Junio de 2003", contenido en el Dictamen No. CT-2/2003 del Consejo Técnico del Banco de Guatemala, el cual fue emitido conforme a lo dispuesto en el artículo 61 del referido cuerpo legal.

Tomando en cuenta lo anterior, y en observancia de lo establecido en el inciso c) del artículo 34 de la mencionada ley orgánica, por este medio ordeno la inmediata publicación del informe de mérito, la cual deberá hacerse mediante la impresión de 300 ejemplares, así como colocarse en la página de internet de la institución.

Atentamente,


Leonel Moreno Mérida
Gerente General a.i.

**BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT-2/2003**



***INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A
JUNIO DE 2003***

Guatemala, julio de 2003

ÍNDICE

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2003

I.	ASPECTOS CUALITATIVOS	1
II.	ENTORNO MACROECONÓMICO	4
A.	SECTOR REAL	4
1.	La actividad económica para 2003	4
2.	Empleo	7
B.	SECTOR EXTERNO	8
1.	La economía mundial	8
2.	Balanza comercial	10
3.	Reservas monetarias internacionales netas	14
C.	SECTOR FISCAL	15
1.	Análisis de la ejecución presupuestaria	15
2.	Deuda Pública	18
a)	Interna	18
b)	Externa	18
D.	SECTOR FINANCIERO	19
1.	Liquidez bancaria	19
a)	En moneda nacional	19
b)	En moneda extranjera	23
2.	Adelantos	23
3.	Proceso de fortalecimiento del sistema financiero nacional	24
4.	Fuentes y usos de fondos del sistema bancario	24
5.	Cartera vencida y en mora	26

III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES MONETARIAS	28
A. META DE INFLACIÓN	28
B. PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA	32
1. Análisis del programa al primer semestre de 2003	32
a) Monetización externa	33
b) Posición con el sector público	33
c) Posición con bancos y financieras	34
d) Resultado operativo de gastos y productos	34
e) Operaciones de mercado abierto	35
C. VARIABLES INDICATIVAS	35
1. Emisión monetaria	35
2. Tasas de interés	37
a) De operaciones de mercado abierto	37
b) Tasa parámetro	39
c) Competitividad externa de la tasa de interés doméstica	41
d) Tasas de interés en Centroamérica en moneda extranjera	43
e) Tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario	44
i. En moneda nacional	44
ii. En moneda extranjera	45
3. Medios de pago	46
4. Crédito de los bancos al sector privado	49
a) Tasa de crecimiento	49
b) Cartera crediticia por actividad económica	50
c) Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones	51
5. Tipo de cambio	53
a) Tipo de cambio nominal	53
b) Índice del tipo de cambio efectivo real -ITCER-	53
6. Inflación subyacente	54
7. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-	55

IV. PROGRAMA MONETARIO	56
A. ACUERDO <i>STAND-BY</i> 2003 CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL -FMI-	56
1. Aspectos generales	56
2. Cumplimiento de metas monetaria al 31 de marzo y al 30 de junio	58
B. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO	59
ANEXOS	63

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2003

I. ASPECTOS CUALITATIVOS

En las economías modernas la política monetaria se orienta a promover la estabilidad en el nivel general de precios, coadyuvando a fortalecer la confianza de los agentes económicos en los mercados cambiario, financiero y de dinero, todo lo cual favorece el fortalecimiento de la moneda nacional como unidad de cuenta y como depósito de valor en un marco de libre circulación de monedas. Estos factores son la base para la creación de un ambiente macroeconómico que permita a los agentes económicos la correcta toma de decisiones en cuanto a consumo, ahorro e inversión, que contribuyan a promover el crecimiento económico.

Cabe indicar, sin embargo, que la determinación y la ejecución de la política monetaria para cumplir con su objetivo fundamental, está expuesta a restricciones tanto internas como externas. Para el caso actual de Guatemala, en lo referente a las condicionantes internas, destaca el mantenimiento de la disciplina fiscal, la coordinación con la política financiera del Estado, la extensión para 2003 del Acuerdo *Stand-By con* el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la implementación de la nueva legislación financiera; las condicionantes externas, por otra parte, se asocian a la fragilidad de la cuenta corriente de la balanza de pagos y a la incertidumbre generada por aspectos de carácter extra-económico como, por ejemplo, los problemas geopolíticos del Medio Oriente.

En el contexto descrito, y consistente con el objetivo de promover la estabilidad en el nivel general de precios y en las principales variables macroeconómicas y financieras del país, la Junta Monetaria, en Resolución JM-303-2002 del 23 de diciembre de 2002, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003.

Entre los criterios que sustentan la referida política monetaria, está el de inducir positivamente las expectativas de inflación de los agentes económicos, lo que fortalece la credibilidad de la gestión monetaria.

El énfasis en el fortalecimiento de las expectativas se sustenta en la convicción de que las mismas han sido importantes en el comportamiento que la



inflación ha tenido en el pasado reciente de Guatemala. En efecto, cabe resaltar que en el primer semestre de 2002 el ritmo inflacionario se situó en alrededor de 9.0%, alza que reflejó, por una parte, el efecto de la entrada en vigencia de la nueva tasa impositiva del Impuesto al Valor Agregado (IVA) y, por otra parte, el efecto rezagado de los excedentes de emisión monetaria¹ registrados en el segundo semestre de 2001 como resultado de eventos no contemplados en el programa monetario original. Se estima que estos dos factores generaron un proceso de formación de expectativas inflacionarias por parte de los agentes económicos, aspecto que contribuyó a que el ritmo inflacionario no se pudiera desacelerar en el periodo indicado. Sin embargo, como se sabe, en el segundo semestre de 2002 se observó que el ritmo inflacionario empezó a desacelerarse, debido al desvanecimiento del efecto del alza en la tasa impositiva del IVA y al sesgo restrictivo implementado en la política monetaria por el Banco de Guatemala, apoyado por la política fiscal, lo cual tuvo efectos positivos sobre las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, aspecto que, a su vez, apoya los esfuerzos realizados para controlar el nivel de precios.

En el primer semestre de 2003 el ritmo inflacionario continuó desacelerándose como resultado de la aplicación de una política monetaria disciplinada, la cual fue apoyada por una política fiscal que se fundamentó en el control del gasto público. Como resultado, al finalizar el primer semestre, el ritmo de inflación se situó en 5.24%, inferior en 3.90 puntos porcentuales al observado a junio de 2002 (9.14%) y dentro del rango de entre 4% y 6% establecido como meta de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003. En el marco descrito, se estima que mediante el mantenimiento de la disciplina monetaria, apoyada debidamente por la política fiscal, para fin de año el ritmo inflacionario se mantendrá dentro de la referida meta.

En cuanto al sector externo, las reservas monetarias internacionales netas, al 30 de junio, se situaron en US\$2,554.0 millones, monto superior en US\$184.4 millones al nivel registrado al 31 de diciembre de 2002 (US\$2,369.6 millones), el cual representa alrededor de 4.1 meses de importación de bienes y servicios

¹ De acuerdo con estudios econométricos realizados en el Banco Central, el impacto de la emisión monetaria sobre la inflación se da con un rezago de entre 6 y 12 meses.



totales, lo que denota un importante fortalecimiento de la posición externa del país. En materia de tipo de cambio nominal, éste ha mostrado estabilidad y un comportamiento hacia una leve depreciación. En efecto, el tipo de cambio promedio de compra y venta en el mercado institucional de divisas se depreció Q0.13 (1.7%), al pasar de Q7.80 por US\$1.00 el 31 de diciembre de 2002 a Q7.93 por US\$1.00 el 30 de junio del presente año. Dicho comportamiento se asocia a factores estacionales. Cabe mencionar que al no haberse observado volatilidad en dicha variable, el Banco Central no tuvo participación en el mercado cambiario (su última participación se dio el 11 de noviembre de 2002).

En lo que respecta a las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado en moneda nacional del sistema bancario, éstas continuaron con tendencia estable y hacia la baja, al pasar de 16.20% y 6.91%, el 26 de diciembre de 2002, a 15.10% y 5.22%, el 26 de junio de 2003, respectivamente. La tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto, por su parte, se ha mantenido, en general, en promedio, en alrededor del 2% anual, aspecto que refleja la liquidez existente en el sistema bancario. En efecto, durante casi todo el primer semestre de 2003, los bancos del sistema registraron importantes niveles de sobreencaje. En ese sentido, y tomando en cuenta que dichos excedentes de liquidez bancaria eran una fuente potencial de presión inflacionaria, así como que la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 aprobada por la Junta Monetaria contempla moderar la volatilidad en las tasas de interés de corto plazo, el Banco de Guatemala, en el marco del programa monetario aprobado por dicha Junta, en los primeros meses del semestre propició la reducción gradual de dichos excedentes, mediante la realización de operaciones de mercado abierto.

En lo que respecta al crédito bancario al sector privado, al 26 de junio de 2003, éste exhibió una tasa de crecimiento interanual de 7.1%, la cual se ubica por debajo del rango previsto para el año por la Junta Monetaria (10% -12%), lo que evidencia que este tipo de financiamiento de la actividad económica continúa deprimido.

En el campo fiscal, al 30 de junio de 2003, de conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, el déficit fiscal se situó en



Q1,402.5 millones, contrario al superávit registrado en igual periodo de 2002 (Q814.3 millones); sin embargo, la comparación de dichos resultados debe tomar en cuenta que el déficit previsto para finales de 2003 (1.6%) es superior al registrado en 2002 (1.0%). En este sentido, lo relevante a comentar en materia monetaria es que a junio del año en curso, el ritmo de ejecución del gasto total ha sido consistente con el programa monetario 2003, aspecto que refleja el apoyo que la política fiscal ha dado a la política monetaria.

Por último, cabe indicar que al primer trimestre de 2003 se cumplieron las metas indicativas tanto fiscales como monetarias del Acuerdo *Stand-By* 2003, y que las metas del 30 de junio también fueron cumplidas, lo que denota los esfuerzos realizados por mantener la estabilidad macroeconómica.

II. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR REAL

1. La actividad económica para 2003

En 2003 se estima que la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto en términos reales se sitúe en 2.4%, ligeramente superior a la registrada en el año previo (2.2%). Cabe indicar que esta tasa de crecimiento estimada, aunque positiva, continúa siendo inferior a la tasa promedio registrada en la década de los años noventa (4.1%) y al crecimiento de la población (2.6%).

En el primer semestre de 2003 la actividad económica se ha visto afectada por factores de origen externo, como la persistencia de bajos precios de los principales productos de exportación, así como por el nivel relativamente alto en el precio internacional del petróleo, fenómenos que han tenido una incidencia negativa en los costos de producción.

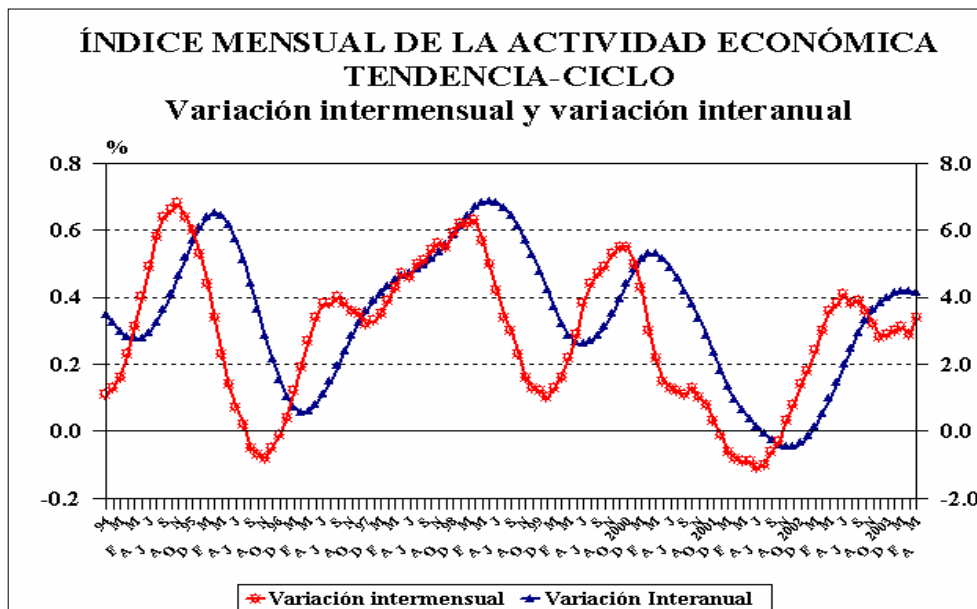
Otro factor externo que incide en el bajo crecimiento esperado del PIB para 2003, es la pérdida de dinamismo de la economía de los Estados Unidos de América, la cual, según previsiones del Fondo Monetario Internacional -FMI-, crecerá 2.2% (2.4% en 2002).

En el orden interno, un aspecto que ha sido favorable al desenvolvimiento de la actividad económica nacional lo constituye el



mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, el cual es fundamental para aminorar las incertidumbres provenientes de factores extraeconómicos².

En lo que respecta al Índice Mensual de la Actividad Económica - IMAE-, la evolución de la variación interanual del índice de tendencia ciclo, después de observar una tendencia decreciente, a partir de marzo de 2002 muestra una recuperación, al pasar de 0.13% en dicho mes, a 4.14% en mayo de 2003.



Existen diversos indicadores de producción y gasto disponibles que aportan elementos para estimar el comportamiento de la actividad económica para el presente año, los cuales se comentan a continuación.

En lo que respecta al comercio exterior, se prevé un incremento en los volúmenes exportados de los principales productos respecto al año anterior, con excepción del caso del banano. Se espera que para 2003 el valor en dólares de los Estados Unidos de América de las exportaciones totales de bienes muestre un crecimiento de 5.8% (-9.1% en 2002). Cabe mencionar que, de acuerdo con las cifras de comercio exterior a mayo del presente año, las exportaciones totales

² Factores cualitativos que generan incertidumbre en la actividad económica, por ejemplo, los factores de riesgo político que calificadores de prestigio internacional toman en cuenta al analizar el riesgo-país, entre éstos, las condiciones socioeconómicas, la tradición de la ley y orden y el grado de armonía entre el gobierno y otros sectores de la sociedad.



registran, en términos de valor, un incremento de 2.0% respecto a mayo de 2002 (-6.2%), al pasar de US\$968.7 millones a US\$987.8 millones.

Las importaciones totales, por su parte, se espera que muestren un crecimiento, en términos de valor, de 5.6% para 2003 (8.4% en 2002). Cabe mencionar que, de acuerdo con las cifras de comercio exterior a mayo de 2003, las importaciones totales registran, en términos de valor, una leve caída de 1.5% respecto a mayo de 2002 (16.6%), al pasar de US\$2,594.8 millones a US\$2,556.2 millones.

La producción de fluido eléctrico a mayo del presente año fue de 2,743.5 miles de MWH, 5.5% más que la producción registrada en el mismo periodo de 2002. El dinamismo observado se explica, por una parte, por una mayor exportación de energía eléctrica a El Salvador, la que aumentó en 10.6%, al pasar de 148.8 miles de MWH en mayo de 2002 a 164.6 miles de MWH en el mismo mes de 2003 y, por la otra, a la generación de electricidad para consumo interno, la que a mayo de 2003 se incrementó en 5.4% con respecto a mayo de 2002, al pasar de 2,453.2 miles de MWH a 2,586.8 miles de MWH.

En cuanto a la producción de petróleo, a mayo de 2003 ésta presenta un crecimiento de 4.7% respecto a igual mes de 2002, al pasar de 3,624.5 miles de barriles a 3,794.1 miles de barriles, comportamiento que se explica por una mayor explotación de los pozos existentes.

En cuanto a la ejecución del presupuesto del gobierno central, en el marco del Acuerdo *Stand-By* con el FMI, a junio de 2003 se observa un crecimiento de 10.7% en el gasto en consumo (0.1% en 2002) y un crecimiento de 14.8% en la inversión física (-40.6% en 2002).

En el caso del gasto en consumo, éste se explica por un incremento de 5.2% en las remuneraciones (8.7% en 2002) y de 28.1% en la compra de bienes y servicios (-19.9% en 2002).

El crecimiento en la inversión física del gobierno central, por su parte, se explica por las reducciones de 27.7% en la construcción pública (-9.8% a junio de 2002) y de 4.8% en las compras de materiales y suministros (58.2% a junio de 2002); las cuales fueron compensadas, en parte, por un crecimiento de 44.5% en



los contratos realizados con empresas privadas para la ejecución de obras de infraestructura (-60.0% a junio de 2002), así como por una leve caída de 6.9% en la compra de maquinaria y equipo (-51.0% a junio de 2002).

Otro indicador disponible es el consumo de combustibles, que a mayo de 2003 fue de 10,265.7 miles de barriles, registrando una reducción de 8.1% con respecto a igual periodo de 2002 (11,169.7 miles de barriles). El bunker (22.5% del consumo), el cual es utilizado como insumo en la producción manufacturera, registra al mes en referencia un crecimiento de 4.6%; en tanto que el rubro de otros combustibles³ (14.7% del consumo total de combustibles) creció 11.1%.

La superficie de construcción privada autorizada en los principales municipios del departamento de Guatemala⁴ registró, a mayo de 2003, una caída de 15.2% respecto al mismo periodo del año anterior (cuando crecía 27.6%).

Por su parte, el índice de producción de cigarrillos registró a mayo una disminución de 13.3% (10.8% a mayo de 2002); el de producción de cerveza se redujo 14.5% (crecimiento de 7.3% a mayo de 2002); el de bebidas alcohólicas varió -12.4% (-26.6% a mayo de 2002); y, el de ventas de cemento registró una disminución de 13.8% (crecimiento de 15.9% a mayo de 2002).

Finalmente, otro indicador es el comportamiento de los expedientes inscritos en el Registro Mercantil, que a mayo de 2003 se redujo 3.7% en el total de registros netos⁵ (crecimiento de 5.8% a mayo de 2002).

2. Empleo

En 2002 el Instituto Nacional de Estadística -INE-, llevó a cabo tres rondas de la Encuesta Nacional de Empleo e Ingresos -ENEI-, las cuales fueron realizadas en los periodos mayo-junio (ENEI 1), agosto-septiembre (ENEI 2) y octubre-noviembre (ENEI 3). Respecto de la cobertura de la ENEI, ésta incluye a las personas de 10 años y más, cubriendo 161 municipios y 137 aldeas del territorio nacional.

³ Incluye gasolina de avión, queroseno, gas licuado de petróleo, lubricantes y asfalto.

⁴ Incluye los municipios de Guatemala, Mixco, Villa Nueva, Santa Catarina Pinula, San José Pinula, Villa Canales y San Miguel Petapa.

⁵ Inscripciones menos cancelaciones.



A noviembre de 2002 (ENEI 3), la Población en Edad de Trabajar - PET-⁶ totalizó 8.2 millones de personas y la Población Económicamente Activa - PEA-⁷ ascendió a 5.2 millones de personas, lo que dio como resultado una Tasa de Participación (PEA/PET) de 63.1% (60.9% a junio de 2002, ENEI 1, y 60.7% en septiembre de ese mismo año, ENEI 2).

En lo que respecta a la Población Ocupada -PO-⁸, a noviembre de 2002 ésta ascendió a 5.0 millones de personas, lo que significó una Tasa de Ocupación Específica (PO/PEA) de 96.8% (96.9% en junio y septiembre de 2002).

En cuanto a la Población en Subempleo Visible -PSV-⁹, en noviembre de 2002 ésta alcanzó 0.8 millones de personas, lo que significó una Tasa de Subempleo Visible (PSV/PEA) de 15.1% (15.0% y 13.8% en junio y septiembre de 2002, respectivamente).

La Población Desocupada Abierta Total -PDAT-¹⁰, por su parte, a noviembre de 2002 fue de 0.2 millones de personas, lo que dio como resultado una Tasa de Desempleo Abierto Total (PDAT/PEA) de 3.2% (3.1% en junio y septiembre de 2002).

B. SECTOR EXTERNO

1. La economía mundial

Según el Fondo Monetario Internacional la economía mundial en 2003 continúa enfrentando una incertidumbre significativa. Sin embargo, dicho organismo indica que algunos riesgos han disminuido: los efectos del estallido de la burbuja de las cotizaciones bursátiles han ido disminuyendo y los precios del petróleo han caído por debajo de los niveles alcanzados a principios de este año. Además, existen políticas económicas de estímulo en proceso, particularmente en

⁶ Todas las personas de 10 años y más.

⁷ Todas las personas de 10 años y más que en la semana de referencia realizaron algún tipo de actividad económica y las personas que estaban disponibles para trabajar y hacen gestiones para encontrar un trabajo. Se incluyen también las personas que durante la semana de referencia no buscaron trabajo activamente por razones de mercado, pero estaban dispuestas a iniciar un trabajo de forma inmediata.

⁸ Todas las personas de 10 años y más que dijeron haber trabajado por lo menos una hora, durante la semana de referencia.

⁹ Conjunto de personas que trabajan involuntariamente menos de la jornada normal (40 horas/semana en el Sector Público y 48 horas/semana en el resto de sectores) y que desearían trabajar más horas.

¹⁰ Personas de 10 años y más que sin estar ocupados en la semana en referencia, buscaron trabajo y tenían disponibilidad inmediata para hacerlo. Se incluyen en esta categoría a las personas que no buscaron activamente trabajo por razones de mercado, mal tiempo o esperan respuesta a solicitudes de trabajo.



los Estados Unidos de América y el Reino Unido. No obstante lo indicado, se estima que la recuperación de la economía mundial aún continúa siendo lenta.

A la fecha, el lento crecimiento económico en las economías avanzadas presenta un problema particular para los mercados emergentes y los países en desarrollo, ya que sus perspectivas económicas dependen significativamente del crecimiento del comercio internacional y de una economía mundial saludable¹¹.

Un tema que preocupa por sus efectos en la economía mundial es el de los desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Estados Unidos de América, apoyado por una fuerte demanda doméstica, registró un fuerte y persistente déficit en cuenta corriente durante 2002. Por el contrario, Japón, varios países europeos y las economías emergentes de Asia han alcanzado grandes y continuos superávits en la cuenta corriente. A pesar de la depreciación del dólar estadounidense en el transcurso del año pasado y durante el primer semestre de este año, se espera que el déficit en la cuenta corriente de la economía estadounidense se amplíe en 2003, congruente con la expectativa de crecimiento económico de ese país; en contraste, una reducción de este déficit podría estar relacionada con un menor crecimiento de la economía, a menos que sea contrarrestado por un fuerte crecimiento del área del euro y Japón.

La continua debilidad de la actividad económica mundial ha conllevado al planteamiento del problema de las presiones deflacionarias que enfrentan algunos países industriales y mercados emergentes. La caída generalizada de los precios podría ser resultado tanto de los choques de demanda como de oferta. Aunque los riesgos de una deflación global son muy remotos, en algunas economías en particular podría haber un riesgo importante, principalmente en Japón, donde los precios ya han caído por cuatro años consecutivos. Por su parte, los riesgos de que ocurra una leve deflación en Alemania durante el próximo año son considerables. En general, el FMI opina que

¹¹ Aninat, E., Deputy Managing Director of the International Monetary Fund. A Cooperative Approach to Strengthening Global Growth. Germany, June 24, 2003.



la posibilidad de aplicar políticas de estímulo (monetaria y fiscal laxas) en los países con riesgo, podría ayudar a reducir las presiones deflacionarias.

En el contexto descrito, según las últimas proyecciones del FMI¹², la actividad económica mundial para 2003 crecerá alrededor de 3.2%, tasa superior a la registrada en el año previo (3.0%). Por otra parte, se estima que el volumen mundial del comercio de bienes y servicios aumentará aproximadamente 4.3%, superior al crecimiento de 2.9% observado en 2002.

La economía de Estados Unidos de América generalmente precede, en el ciclo económico, a las economías de otros países avanzados; además, el desempeño de dicha economía tiene un impacto significativo en el crecimiento económico de los países en desarrollo, por lo que es importante mencionar que se espera que la economía estadounidense crezca arriba de su tasa potencial en el segundo semestre de 2003, dada la resolución relativamente rápida de la guerra con Irak, los bajos precios del petróleo y el constante apoyo de las políticas monetaria y fiscal; sin embargo, queda aún por saber si han terminado los ajustes asociados con el estallido de la burbuja de las cotizaciones bursátiles. En el contexto descrito, se espera que la economía estadounidense crezca 2.2%, ligeramente inferior a la tasa registrada en 2002 (2.4%)¹³.

2. Balanza Comercial¹⁴

La balanza comercial a mayo de 2003 registró un saldo deficitario de US\$1,504.8 millones, menor en US\$111.9 millones (6.9%) al saldo deficitario observado en igual periodo del año previo. Este resultado estuvo determinado, por un lado, por la reducción de 1.5% en el valor de las importaciones CIF (aumento de 16.6% a mayo de 2002), al pasar de US\$2,594.8 millones a mayo de 2002 a US\$2,556.2 millones a mayo de 2003 y, por el otro, por el incremento de 7.5% en el valor de las exportaciones FOB (caída de 6.3% a mayo de 2002), al

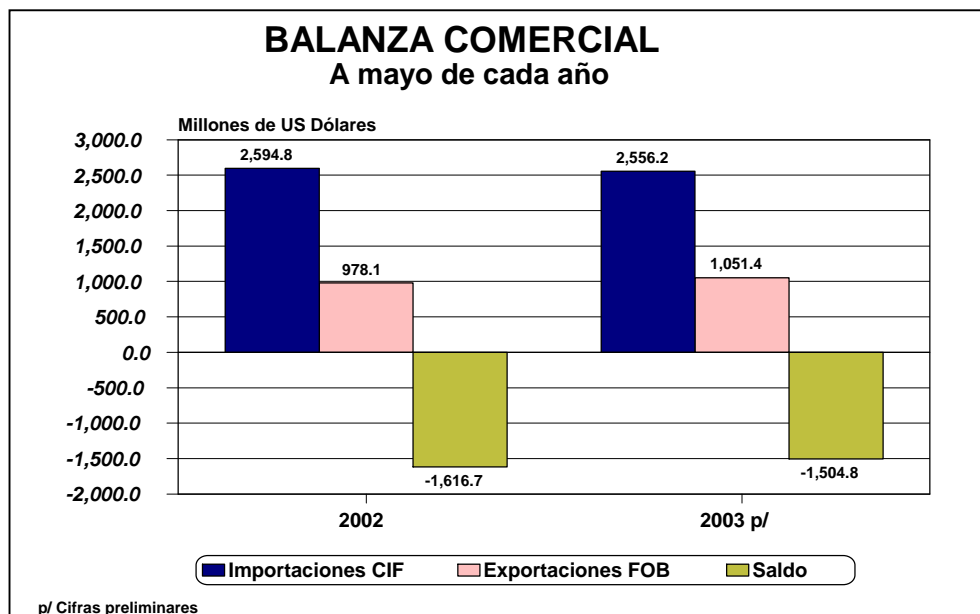
¹² International Monetary Fund. World Economic Outlook. April 2003.

¹³ En el anexo 1 se presentan las perspectivas económicas para el área del Euro, Japón, las economías emergentes de Asia, África, los países del Medio Oriente, América Latina y de las economías en transición.

¹⁴ Las cifras presentadas corresponden al criterio de balanza de pagos.



pasar de US\$978.1 millones a mayo de 2002 a US\$1,051.4 millones a mayo de 2003.

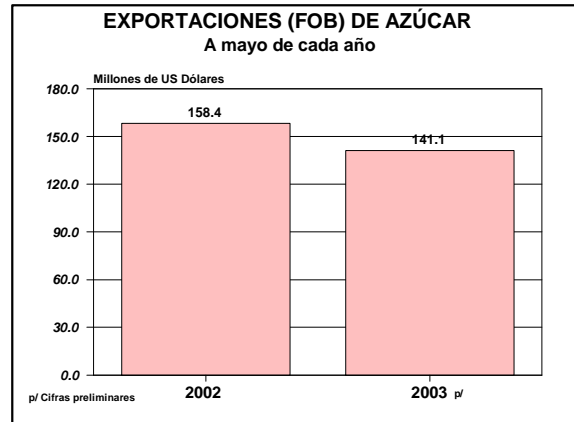
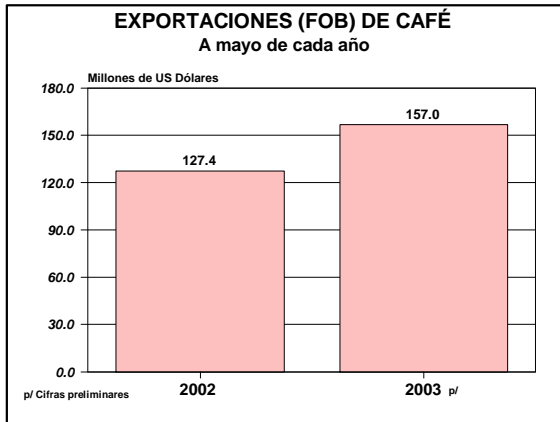


El valor de las exportaciones de café se situó en US\$157.0 millones, mayor en US\$29.6 millones (23.2%) con respecto a mayo de 2002, lo cual se explica tanto por el aumento en el volumen exportado en 20.6%, como por el incremento en el precio medio de exportación en 2.2%. El volumen exportado en quintales se incrementó al pasar de 2,248.6 miles a mayo de 2002 a 2,711.1 miles en igual fecha de 2003. Por su parte, el precio medio de exportación por quintal creció de US\$56.67 en mayo de 2002 a US\$57.92 en igual fecha de 2003. Cabe indicar que según la Organización Internacional del Café (OIC), el incremento en el precio internacional de dicho producto obedece a una menor oferta mundial del grano, especialmente por parte de Brasil y Vietnam.

El valor de las exportaciones de azúcar a mayo de 2003 fue de US\$141.1 millones, menor en US\$17.4 millones (11.0%) con relación a mayo de 2002, situación que se explica por la reducción en el precio medio de exportación en 12.9%, ya que el volumen exportado creció en 2.1%. En efecto, el precio medio de exportación por quintal disminuyó de US\$7.77 en mayo de 2002 a US\$6.77 en igual periodo de 2003. Por su parte, el volumen exportado en

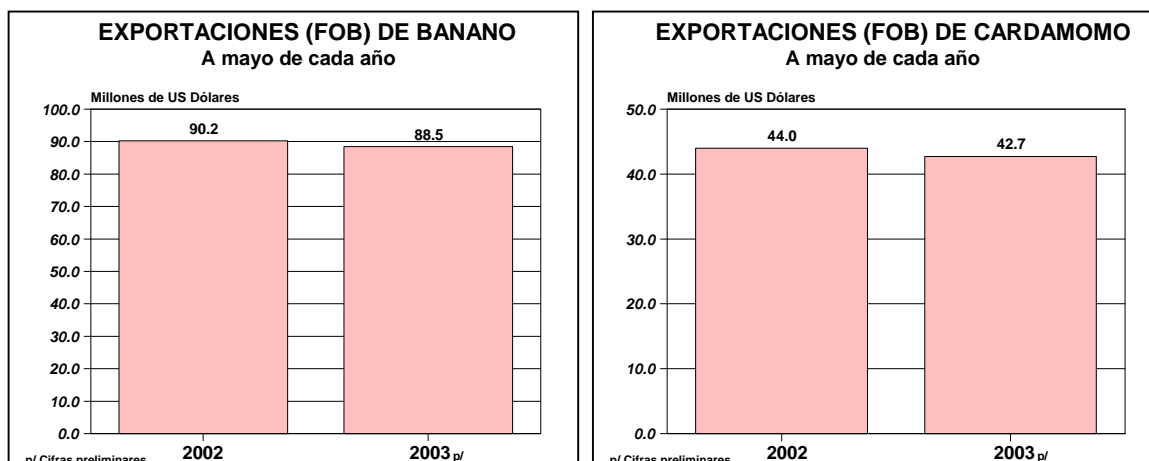


quintales aumentó al pasar de 20,385.3 miles a mayo de 2002 a 20,823.2 miles en igual fecha de 2003. Cabe indicar que la caída en el precio medio de exportación de ese producto se asocia a la disminución en el precio internacional, el que, de acuerdo a la Organización Internacional del Azúcar (OIA), obedece al aumento de la oferta de azúcar por parte de Sudáfrica, Vietnam y Pakistán.



En cuanto al banano, el valor de las exportaciones a mayo de 2003 se ubicó en US\$88.5 millones, menor en US\$1.7 millones (1.9%) al registrado a mayo de 2002. Dicho resultado obedece a la reducción en el volumen exportado, ya que el precio medio por quintal no registró cambios en el periodo que se analiza. En efecto, a causa de la reducción de la demanda de la fruta, especialmente por parte de la Unión Europea, el volumen exportado, en quintales, se redujo al pasar de 8,067.6 miles a mayo de 2002 a 7,915.6 miles a igual fecha de 2003,

El valor de las exportaciones de cardamomo a mayo de 2003 fue de US\$42.7 millones, monto menor en US\$1.3 millones (3.0%) al observado a la misma fecha de 2002. Este resultado se explica, principalmente, por la disminución en el precio medio de exportación por quintal, el cual pasó de US\$260.67 a mayo de 2002 a US\$120.43 (54.0%) en igual periodo de 2003. Conviene indicar que aun cuando se redujo el precio medio de exportación, se registró un aumento de 110.0% en el volumen exportado, como resultado de que creció la demanda de dicho producto, principalmente, en Arabia Saudita, en los Emiratos Arabes Unidos y en Pakistán.



En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a mayo de 2003 se situó en US\$69.7 millones, mayor en US\$17.0 millones (32.2%) al observado en similar fecha de 2002, situación que se explica por el aumento de un 35.6% en el precio medio de dicho producto, lo cual se asocia a la incertidumbre generada por el recién pasado conflicto geopolítico.

En lo que se refiere al valor de las exportaciones del rubro Otros Productos, éste fue de US\$552.4 millones, superior en US\$47.1 millones (9.3%) con respecto a mayo de 2002. Este resultado obedece tanto al aumento de las exportaciones a Centroamérica, las cuales se incrementaron en US\$19.4 millones (5.4%), como al aumento de las exportaciones de otros productos al resto del mundo en US\$27.8 millones (18.8%).

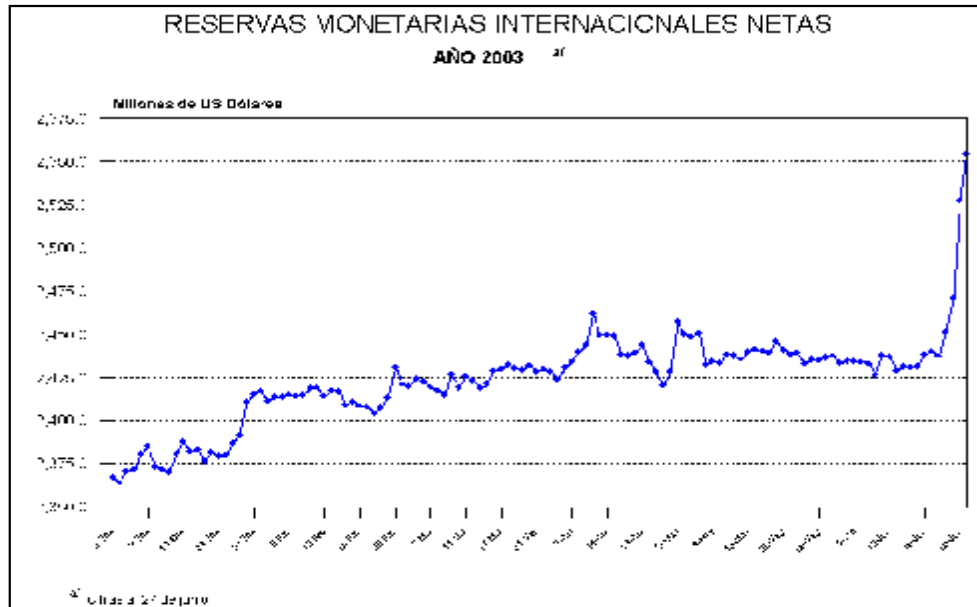
En cuanto al valor CIF de las importaciones a mayo de 2003, éste se situó en US\$2,556.2 millones, menor en US\$38.6 millones (1.5%) al registrado en similar periodo del año anterior. En la disminución de las importaciones destacan las de bienes de capital para la agricultura, industria y transporte que se redujeron en 21.5%; las de materiales de construcción en 3.9%; las de materias primas y productos intermedios en 5.1%; y, las de bienes de consumo en 2.7%. Por su parte, las importaciones de combustibles y lubricantes aumentaron en 69.3%.



3. Reservas monetarias internacionales netas

Al 30 de junio de 2003 las reservas monetarias internacionales netas se situaron en US\$2,554.0 millones, lo que significa un aumento de US\$184.4 millones respecto del nivel observado el 31 de diciembre de 2002. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$400.6 millones, egresos de divisas por US\$254.4 millones y otros ingresos por operaciones netas de US\$38.2 millones. En lo que corresponde a los ingresos, el Sector Público no Financiero recibió desembolsos por US\$72.3 millones y el gobierno central colocó bonos expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$328.3 millones. Con relación a los egresos, estos se originaron por el pago de capital e intereses de Bonos del Tesoro por US\$125.8 millones y por el pago del servicio de la deuda pública externa por US\$128.6 millones, de los cuales US\$120.8 millones correspondieron al Sector Público no Financiero y US\$7.8 millones al Banco de Guatemala. Por último, en lo que corresponde al ingreso por otras operaciones netas, destacan los ingresos provenientes de regalías por explotación de petróleo por US\$29.9 millones, el ingreso por concepto de intereses sobre inversiones de las reservas monetarias internacionales por US\$17.3 millones y un incremento en de los depósitos de bancos por US\$9.1 millones. Por su parte, se registraron otros egresos netos por US\$18.1 millones.

Se considera que el nivel de reservas monetarias internacionales es adecuado; en particular, si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), se estaría por arriba del límite sugerido por estándares internacionales, en cuanto a que el nivel de reservas monetarias internacionales debe ser suficiente para financiar al menos 3 meses de importaciones de bienes, ya que éste sería de alrededor de 3.2 meses de importaciones de bienes y servicios totales.



C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del gobierno central a junio registró un déficit fiscal de Q1,402.5 millones (superávit de Q814.3 millones a junio de 2002).

Los ingresos fiscales a junio ascendieron a Q10,073.5 millones, superiores en Q292.9 millones (3.0%) a los observados en igual periodo del año anterior, lo que representa una recaudación de 45.3% con respecto a lo presupuestado para 2003. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q9,529.3 millones, monto superior en Q469.4 millones (5.2%) al registrado en el mismo periodo del año anterior, habiendo aumentado tanto la recaudación de impuestos directos como de impuestos indirectos. En el caso de los impuestos directos, su crecimiento (7.4%) está sustentado por el comportamiento del Impuesto a las Empresas Mercantiles y Agropecuarias -IEMA- y del Impuesto Sobre la Renta -ISR-. Por concepto del IEMA se recaudaron Q1,272.8 millones, monto superior en Q75.4 millones (6.3%) al observado a junio de 2002 y por concepto del ISR se percibieron Q1,405.3 millones, monto superior en Q110.5 millones (8.5%) al registrado en similar periodo del año anterior. En el caso de los impuestos indirectos, su dinamismo se debe principalmente a la mayor



recaudación del Impuesto al Valor Agregado -IVA-, que ascendió a Q4,060.8 millones, monto superior en Q154.8 millones (4.0%) respecto a lo observado a junio de 2002. Por su parte, los ingresos por derechos arancelarios registraron un aumento de Q172.7 millones (16.8%), mientras que los ingresos por impuestos sobre bebidas alcohólicas registraron un aumento de Q89.9 millones (85.4%) respecto a junio de 2002. Cabe destacar que el crecimiento en la recaudación de derechos arancelarios obedece, principalmente, a las modificaciones que se efectuaron al Sistema Arancelario Centroamericano -SAC- a finales de diciembre de 2002 y en enero de 2003¹⁵.

En lo que se refiere a los gastos, estos registraron un monto de Q11,476.0 millones, superior en Q2,509.7 millones (28.0%) respecto al ejecutado en igual periodo de 2002.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q8,240.4 millones, mayores en Q1,139.4 millones (16.0%) a los del mismo periodo del año anterior. Este resultado estuvo determinado por el incremento de las transferencias corrientes y los gastos de operación en Q767.4 millones y Q444.8 millones, respectivamente, resultado que fue contrarrestado por el menor pago de intereses y comisiones de deuda pública por Q72.8 millones.

Los gastos de capital se situaron en Q3,235.6 millones, mayores en Q1,370.3 millones (73.5%) a los de similar periodo del año anterior. Dicho resultado fue determinado por los mayores gastos de inversión indirecta, los cuales registraron un aumento de Q1,333.7 millones (100.6%), y por un incremento de Q31.6 millones (5.9%) de los gastos de inversión directa.

Derivado de lo anterior, como se indicó, el déficit fiscal se situó en Q1,402.5 millones. Por su parte, como consecuencia de los mayores gastos de funcionamiento respecto de lo ingresos corrientes, el ahorro corriente se ubicó en Q1,721.4 millones, menor en Q685.7 millones (28.5%) al registrado en similar periodo del año anterior.

¹⁵ Los principales cambios observados en los Derechos Arancelarios a la Importación -DAI- fueron realizados a las gasolineras, las cuales en enero de 2002 tenían un arancel del 10% y en enero de 2003 tenían un arancel de 40%. Asimismo, registraron un incremento los aranceles de otros productos como: semillas, polietileno, lingotes y perfiles. Las modificaciones al arancel tuvieron vigencia hasta el 14 de febrero de 2003, en virtud de que dicha disposición quedó suspendida por la Corte de Constitucionalidad.



En lo que respecta al financiamiento del déficit presupuestario, el financiamiento externo neto se situó en Q149.0 millones y el financiamiento interno neto en Q2,164.8 millones. Este último es resultado de negociaciones por Q3,668.7 millones (incluye Letras de Tesorería por Q396.0 millones) y pagos por Q962.2 millones. Asimismo, el financiamiento interno registra el aporte por parte del Gobierno Central al Fondo para la Protección del Ahorro -FOPA- por Q540.2 millones, aprobado por medio del Decreto Número 26-2003 del Congreso de la República. En consecuencia, la caja fiscal registró un aumento de Q911.3 millones.

GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO A JUNIO
AÑOS: 2002 - 2003
-Millones de Quetzales-

CONCEPTO	2002	2003	VARIACIONES	
			ABSOLUTA	RELATIVA
I. Ingresos y Donaciones	9,780.6	10,073.5	292.9	3.0
A. Ingresos	9,514.6	9,969.3	454.7	4.8
1. Ingresos Corrientes	9,508.1	9,961.8	453.7	4.8
a. Tributarios	9,059.9	9,529.3	469.4	5.2
b. No Tributarios	448.2	432.5	-15.7	-3.5
2. Ingresos de Capital	6.5	7.5	1.0	0.0
B. Donaciones	266.0	104.2	-161.8	-60.8
II. Total de Gastos	8,966.3	11,476.0	2,509.7	28.0
A. Funcionamiento	7,101.0	8,240.4	1,139.4	16.0
B. Capital	1,865.3	3,235.6	1,370.3	73.5
III. Déficit o Superávit Fiscal	814.3	-1,402.5	-2,216.8	-272.2
A. Financiamiento Interno Neto	-981.8	2,164.8	3,146.6	-320.5
B. Financiamiento Externo Neto	119.0	149.0	30.0	25.2
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	48.5	-911.3	-959.8	-1,979.0



2. Deuda Pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna, según cifras preliminares a junio, se situó en Q10,875.1 millones, superior en Q2,706.6 millones (33.1%) a la observada en diciembre de 2002¹⁶. Este aumento obedeció, principalmente, a la negociación de Bonos del Tesoro y letras de tesorería del Gobierno Central con los sectores privado, bancario y público. En efecto, cada uno de ellos incrementó sus tenencias de valores en Q1,601.8 millones, Q567.0 millones y Q550.5 millones, respectivamente. Por el contrario, durante el periodo en mención las tenencias de valores por parte del sector no residente se redujeron en Q12.7 millones.

En lo que respecta a la estructura del saldo de la deuda interna por tenedor, se observaron cambios en los sectores que lo componen. En efecto, al 31 de diciembre de 2002 la participación del sector privado y del sector bancario fue de 28.0% y 18.2%, del total, respectivamente, mientras que a junio del presente año se ubicaron en 35.7% y 18.9%, respectivamente. En contraste, los sectores no residentes y público disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2002 a junio de 2003, al pasar de 19.9% y 33.9% a 14.9% y 30.5%, respectivamente.

b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a junio de 2003 el saldo de la deuda pública externa¹⁷ se situó en US\$2,967.9 millones, mayor en US\$11.6 millones al saldo de diciembre de 2002. Dicho incremento es el resultado de desembolsos por US\$70.5 millones, amortizaciones por US\$77.4 millones y un aumento de US\$18.5 millones derivado de la depreciación del dólar estadounidense con respecto a otras monedas que integran las unidades de cuenta en que están denominados algunos préstamos. Por lo tanto, la transferencia neta de recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre

¹⁶ Incluye negociaciones por Q3,668.7 millones y vencimientos por Q962.2 millones.

¹⁷ No incluye la deuda externa del Banco de Guatemala, la que al 30 de junio de 2003 se situó en US\$75.8 millones.



los recursos desembolsados y la amortización de capital, fue negativa en US\$6.9 millones.

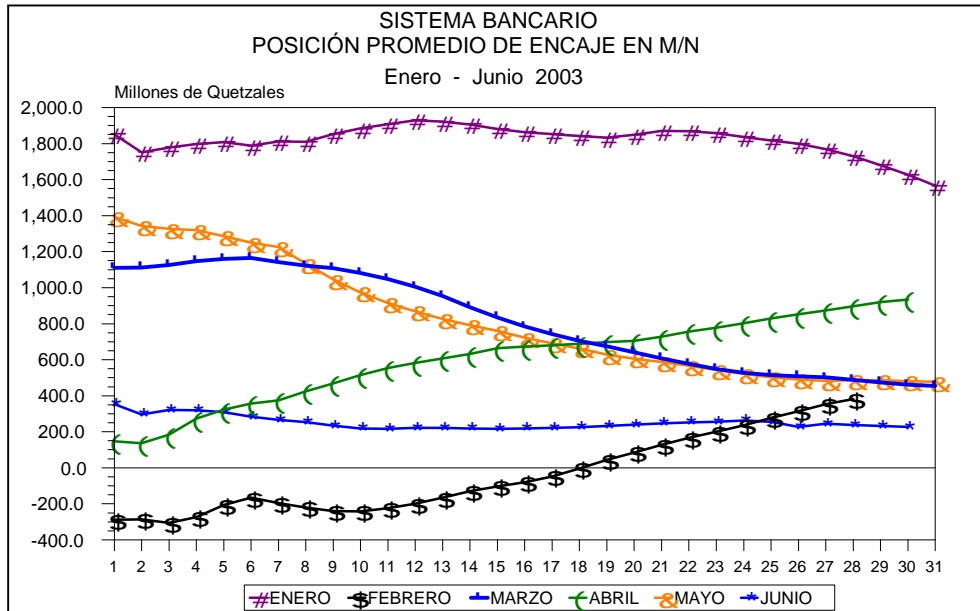
En cuanto a los desembolsos de la deuda del Gobierno Central en el periodo, por acreedor, destaca la participación del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- con US\$29.9 millones, el Banco Interamericano de Desarrollo -BID- con US\$21.3 millones y el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- con US\$11.9 millones.

D. SECTOR FINANCIERO

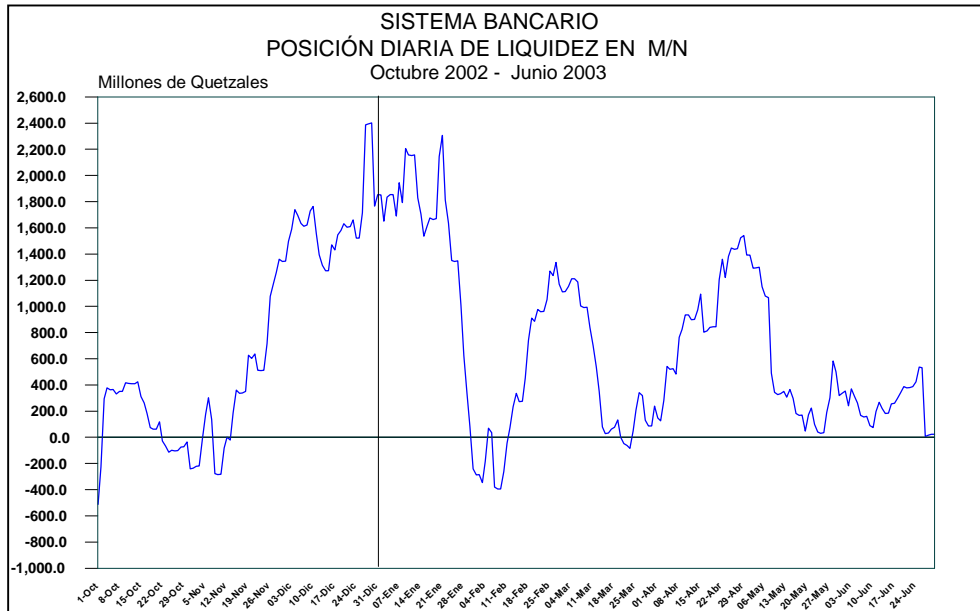
1. Liquidez bancaria

a) En moneda nacional

La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, denota la disponibilidad inmediata de recursos financieros en el sistema bancario. Durante el periodo enero-junio de 2003, el sistema bancario, en promedio, ha mostrado significativos niveles de liquidez, con excepción de la primera quincena de febrero, cuando se observaron posiciones promedio negativas, y del mes junio, en el que se manifestaron niveles de liquidez muy por debajo al de los meses previos, al situarse los mismos en alrededor de Q200.0 millones. La liquidez promedio del sistema bancario para cada uno de los meses del primer semestre fue, en enero Q1,567.5 millones, en febrero Q381.5 millones, en marzo Q454.4 millones, en abril Q934.9 millones, en mayo Q477.1 millones y en junio Q227.7 millones.



Los importantes niveles de liquidez bancaria observados, principalmente durante enero de 2003, ya se venían manifestando desde mediados de noviembre de 2002, cuando ésta comenzó a tener un comportamiento atípico al observado para similar periodo de años anteriores. Cabe indicar que entre los factores que originaron dicha liquidez se tiene, por una parte, la desaceleración de la demanda de crédito del sector privado, la que se mantuvo por debajo de los niveles observados normalmente, en especial durante el último trimestre de 2002, periodo en el que estacionalmente se observa que la demanda se incrementa significativamente y, por otra, por la disminución que se observó en las inversiones por parte del sistema bancario en títulos-valores del Gobierno Central (Q320.1 millones).



Cabe mencionar que un elevado nivel de excedentes de encaje en el sistema bancario puede tornarse preocupante por sus efectos potenciales en la estabilidad macroeconómica, principalmente, en la consecución del objetivo fundamental de propiciar la estabilidad en el nivel general de precios, pues puede generar volatilidad en la tasa de interés en el corto plazo y afectar la estabilidad del sistema financiero. Es importante mencionar que siendo la tasa de interés el principal costo de oportunidad del dinero, una alta volatilidad de la misma podría generar una alta variabilidad en la demanda de dinero, lo que, a su vez, podría dificultar que el Banco Central pueda igualar la oferta y demanda de dinero, aspecto que es de vital importancia para el logro de su objetivo fundamental.

En ese sentido, en atención al mandato que la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia aprobada por la Junta Monetaria para 2003, en cuanto a procurar moderar la volatilidad de los mercados de dinero y cambiario, ante la coyuntura descrita, la participación del Banco de Guatemala en el mercado de dinero se enmarcó bajo criterios de prudencia, en función de propiciar la estabilidad de la tasa de interés de corto plazo. En ese contexto, con el propósito de propiciar la reducción de los referidos excedentes, se realizaron temporalmente operaciones de mercado abierto en niveles ligeramente superiores a los previstos



en el programa monetario y en el flujo estimado de monetización. En efecto, luego de que en las primeras tres semanas de enero se incrementó gradualmente el nivel de operaciones de mercado abierto, para recoger la disminución en la demanda de dinero que estacionalmente se observa en el primer mes del año, en la última semana de dicho mes y en las dos primeras de febrero el aumento de las operaciones monetarias se orientó a inducir la reducción de los importantes excedentes de encaje bancario que desde noviembre de 2002 se venían observando.

Los excedentes de encaje comenzaron a neutralizarse por medio del mecanismo de licitaciones y, principalmente, por el de la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores. En efecto, en la última semana de enero y en el mes de febrero, las colocaciones a corto plazo (7, 14 y 28 días) por medio de la MEBD y bolsa ascendieron a Q1,635.0 millones y las de licitaciones a Q968.2 millones. Dichas colocaciones indujeron a que los citados excedentes de encaje disminuyeran; sin embargo, al haberse realizado dichas colocaciones a corto plazo, la neutralización de los mismos no tuvo un carácter permanente, situación que, al vencimiento de las referidas colocaciones, indujo a que los excedentes de liquidez bancaria reaparecieran a finales de febrero y principios de marzo.

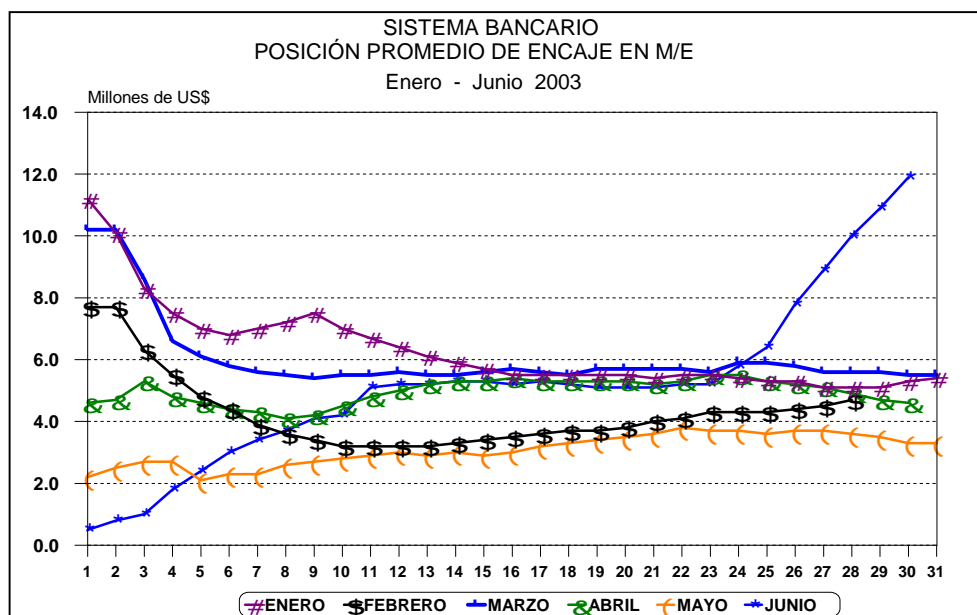
Ante tal situación, durante marzo y abril, en contraste con lo observado en febrero, en un esfuerzo gradual por reducir de forma más permanente los excedentes de liquidez y así propiciar la moderación gradual de la volatilidad de la tasa de interés de corto plazo, el Banco Central, en la medida que los espacios monetarios lo permitieron, realizó operaciones de mercado abierto privilegiando las colocaciones a plazos más largos. En efecto, las colocaciones por medio del mecanismo de licitaciones en dicho bimestre fueron de Q3,493.0 millones, en tanto que las colocaciones a corto plazo fueron de Q2,830.0 millones.

El esfuerzo realizado propició la reducción gradual de los excedentes de encaje, los cuales pasaron en promedio de Q477.0 millones en mayo a Q249.8 millones, en junio de 2003.



b) En moneda extranjera

La liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, también medida por los excedentes o deficiencias de encaje, mostró un comportamiento estable durante la mayor parte del primer semestre de 2003, con excepción de la última semana de junio en la cual dicha variable registró un incremento importante, el cual se debió a que algunas instituciones financieras nacionales trasladaron recursos en dólares de los Estados Unidos de América que tenían depositados en instituciones financieras en el exterior a su cuenta de encaje, los cuales se destinaron a la adquisición de Bonos del Tesoro expresados en esa moneda. De acuerdo con lo anterior, el promedio mensual de la liquidez en moneda extranjera se situó en los primeros cinco meses, entre US\$3.3 millones y US\$5.5 millones, en tanto que en el mes de junio, dicho promedio fue de US\$11.9 millones.



2. Adelantos

Durante el periodo enero-junio del presente año se efectuaron amortizaciones por Q52.3 millones de los adelantos para reestructuración financiera que fueron concedidos en 2000, por lo que el saldo de los mismos al 27 de junio se situó en Q464.5 millones¹⁸.

¹⁸ El Banco Empresarial, S.A. amortizó Q51.8 millones; el Banco Metropolitano, S.A. Q0.03 millones; y, el Banco Promotor, S. A. Q0.5 millones.



3. Proceso de fortalecimiento del sistema financiero nacional

En resolución JM-26-2003 del 12 de febrero de 2003, la Junta Monetaria aprobó el Reglamento de Requisitos Mínimos que deben incorporarse en la contratación y alcance de las auditorías externas de las empresas especializadas en servicios financieros, cuando formen parte de un grupo financiero.

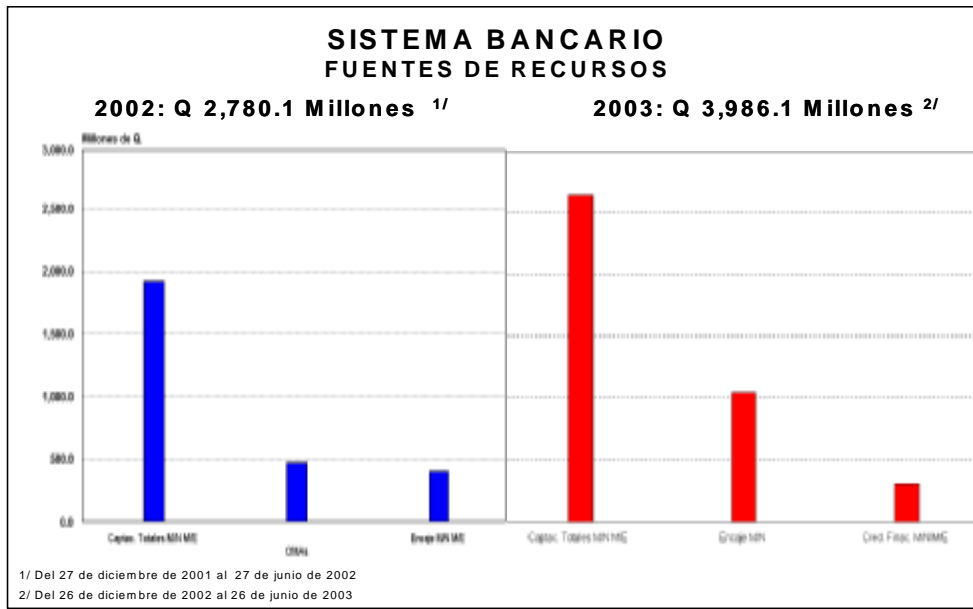
Por otra parte, en resolución JM-34-2003, del 26 de febrero de 2003, la Junta Monetaria autorizó la fusión por absorción del Banco del Nor-Oriente, Sociedad Anónima, por El Crédito Hipotecario Nacional de Guatemala.

Asimismo, mediante resoluciones JM-51-2003 del 23 de abril de 2003 y JM-78-2003 del 25 de junio de 2003, la Junta Monetaria aprobó el Reglamento de la Cámara de Compensación Bancaria y el Reglamento para la Constitución de Bancos Privados Nacionales y el Establecimiento de Sucursales de Bancos Extranjeros, respectivamente.

Finalmente, conviene indicar que mediante Decreto Número 26-2003, del 3 de junio de 2003, el Congreso de la República dispuso que los Bonos del Tesoro de la República de Guatemala -Bonos Paz- también podrían destinarse, en caso necesario, a fortalecer financieramente al Fondo para la Protección del Ahorro -FOPA-. Con base en tal disposición, el 12 de junio de 2003, el gobierno efectuó un aporte en Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América a dicho fondo por US\$68.4 millones (equivalentes a Q540.2 millones), con lo cual al 30 de junio el patrimonio del FOPA se incrementó a Q1,007.8 millones.

4. Fuentes y usos de fondos del sistema bancario

Al 26 de junio de 2003 el sistema bancario había obtenido recursos de otros sectores para realizar su función de intermediación financiera por un monto de Q3,986.1 millones, en tanto que para similar periodo del año anterior éstos fueron de Q2,780.1 millones.

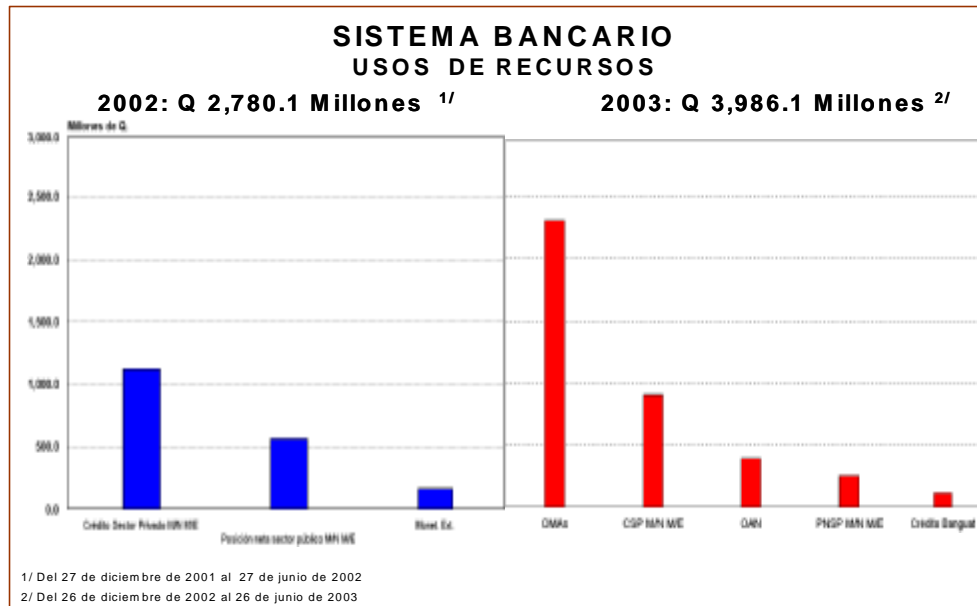


Como se puede apreciar en la gráfica, en el primer semestre de 2003 las principales fuentes de recursos del sistema bancario estuvieron constituidas por el aumento en las captaciones de depósitos del público por un monto de Q2,638.5 millones, por la reducción del encaje bancario por Q1,043.7 millones y por la reducción del crédito otorgado por el sistema bancario a las sociedades financieras por Q303.9 millones (desinversión en títulos-valores). Por su parte, en 2002 las principales fuentes de recursos fueron las captaciones de depósitos del público por Q1,914.1 millones, la reducción de la inversión en Certificados de Depósito a Plazo –CDPs- del Banco de Guatemala por Q468.6 millones y la reducción del encaje bancario por Q397.4 millones.

En cuanto al uso que el sistema bancario dio a las fuentes de los referidos recursos (Q3,986.1 millones), como se aprecia en la gráfica siguiente, en 2003 los mismos se destinaron, en su mayor parte, a la inversión en CDPs del Banco de Guatemala por Q2,309.9 millones, al otorgamiento de crédito al sector privado por Q905.7 millones, a reducir la posición del sistema bancario con el sector público por Q257.5 millones y a la amortización de créditos obtenidos del Banco de Guatemala en años anteriores por Q116.6 millones. Por su parte, para 2002 el destino de los Q2,780.1 millones fue principalmente para otorgar crédito al sector privado por Q1,119.3 millones, para reducir la posición del sistema bancario

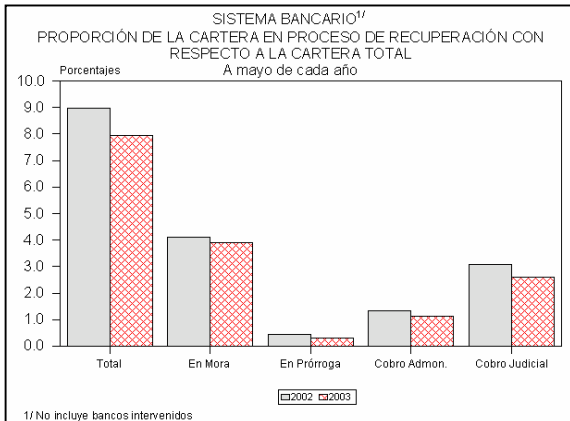


con el sector público por Q564.3 millones y para aumentar activos externos netos por Q162.5 millones.

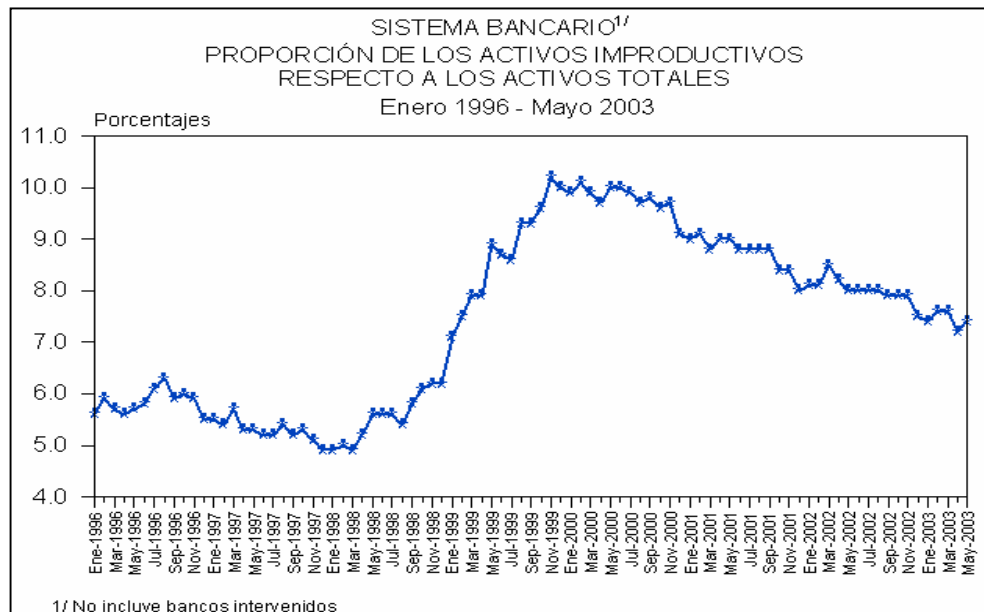


5. Cartera vencida y en mora

La cartera en proceso de recuperación del sistema bancario (cartera vencida más cartera en mora), excluyendo la cartera de los bancos intervenidos administrativamente, ha mostrado una leve mejoría. En efecto, al 31 de mayo de 2003 dicha cartera se situó en Q2,300.2 millones, monto que representa el 8.0% del total de la cartera del sistema bancario, inferior en 0.9 puntos porcentuales al observado en la misma fecha del año anterior (8.9%). Por su parte, la cartera vencida representa el 4.0% (4.8% a mayo de 2002) y la cartera en mora representa el 3.9% (4.1% a mayo de 2002).



En lo que corresponde al monto de los activos improductivos del sistema bancario, integrados por la cartera en mora, activos extraordinarios y activos fijos, excluyendo los bancos intervenidos administrativamente, como proporción de los activos totales, mostró una leve reducción, al pasar de 8.0% en mayo de 2002 a 7.4% en mayo de 2003.

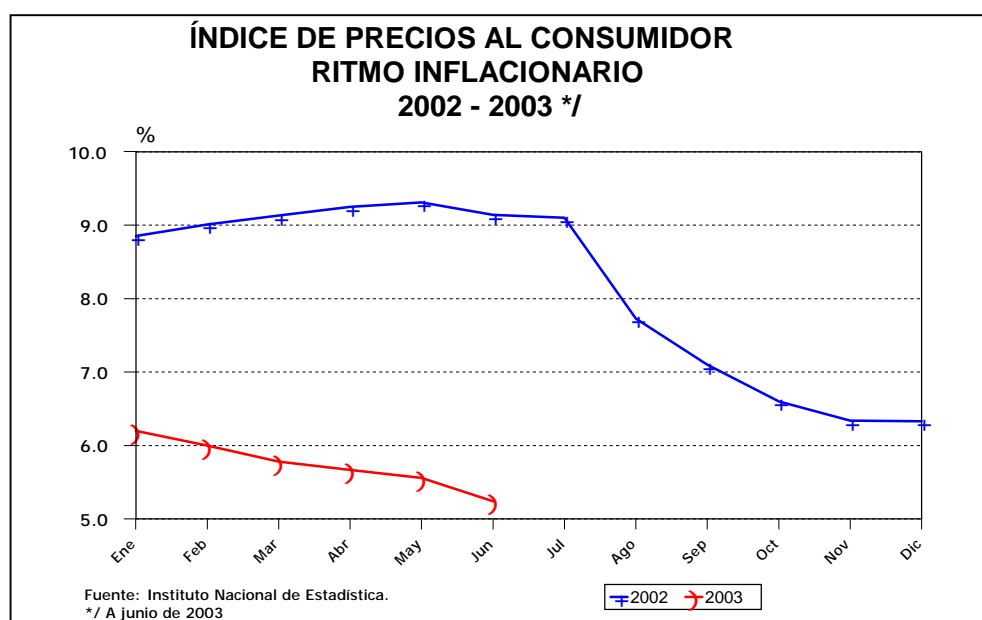




III. EVOLUCION DE LAS VARIABLES MONETARIAS

A. META DE INFLACIÓN

De conformidad con el Índice de Precios al Consumidor -IPC- elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 30 de junio de 2003, a nivel república se registró un ritmo inflacionario de 5.24%, porcentaje que se sitúa dentro de la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 (4.0% - 6.0%). El referido porcentaje resulta inferior en 3.90 puntos porcentuales al observado en junio de 2002 (9.14%).



El ritmo del IPC a junio de 2003 refleja el crecimiento de los índices de las nueve divisiones de gasto que componen el índice total, particularmente, la de Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar (cuya ponderación es de 38.75% del total del índice), que registró una variación interanual de 5.20% y explica el 40.23% de la variación interanual del IPC. Así también, explican significativamente el comportamiento del ritmo inflacionario las divisiones de gasto Vivienda, agua, electricidad, gas y otros; Mobiliario, equipo de la vivienda y mantenimiento de rutina de la casa; Transporte y comunicaciones; y, Educación, las que, junto con la división de Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar, explican el 73.33% del ritmo inflacionario a junio del presente año.



ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
Junio 2003

DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	ÍNDICE JUNIO 2002	ÍNDICE JUNIO 200	RITMO INFLACIONARIO /1	PARTICIPACIÓN EN EN EL RITMO INFLACIONARIO /2	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE /3
ÍNDICE GENERAL	100.00	113.69	119.65	5.24	5.24	100.00
1. Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	118.95	125.14	5.20	2.11	40.23
2. Vestuario y calzado	7.94	110.17	115.41	4.76	0.37	6.97
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	105.11	111.94	6.50	0.60	11.44
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la vivienda	7.95	110.55	116.03	4.96	0.38	7.30
5. Salud	5.48	111.29	118.80	6.75	0.36	6.90
6. Transporte y comunicaciones	10.92	102.61	106.57	3.86	0.38	7.26
7. Recreación y cultura	6.83	119.18	124.62	4.56	0.33	6.24
8. Educación	5.60	117.79	125.35	6.42	0.37	7.10
9. Bienes y Servicios Diversos	6.52	114.95	120.96	5.23	0.34	6.57

Fuente: Instituto Nacional de Estadística -INE-

1/ Tasa de variación del mes en examen con respecto al mismo mes del año anterior.

2/ Incidencia en la variación.

3/ Participación en la variación: (Incidencia / Variación total) * 100.

En el comportamiento de la división de Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar influyó, principalmente, el grupo de gasto Pan y cereales, debido al incremento en los precios medios del pan (25.85%); y, Comidas preparadas fuera del hogar, cuyo comportamiento fue determinado por el incremento en el precio medio del almuerzo (5.76%). Ambos grupos de gasto explican el 85.57% de la variación interanual de esta división.

Cabe agregar que en contraste con el incremento observado en la división de Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar, se registró una disminución en el grupo de gasto de Hortalizas, legumbres y tubérculos (-7.70%), asociada, principalmente, a la reducción en el precio medio del güisquil (-17.51%), la papa (-17.50%), el frijol (-15.30%), la zanahoria (-7.34%) y otras legumbres o leguminosas (-6.43%).

La división de Vivienda, agua, electricidad, gas y otros registró un crecimiento interanual de 6.50%, determinado, principalmente, por el alza registrada en el precio medio del gas propano, el servicio de agua domiciliar y el servicio de electricidad, 29.12%, 9.52%, y 5.77%, respectivamente, comportamiento asociado al incremento registrado en el precio internacional del petróleo.

La división Mobiliario, equipo de la vivienda y mantenimiento de rutina de la casa presentó una variación interanual de 4.96%, determinada,



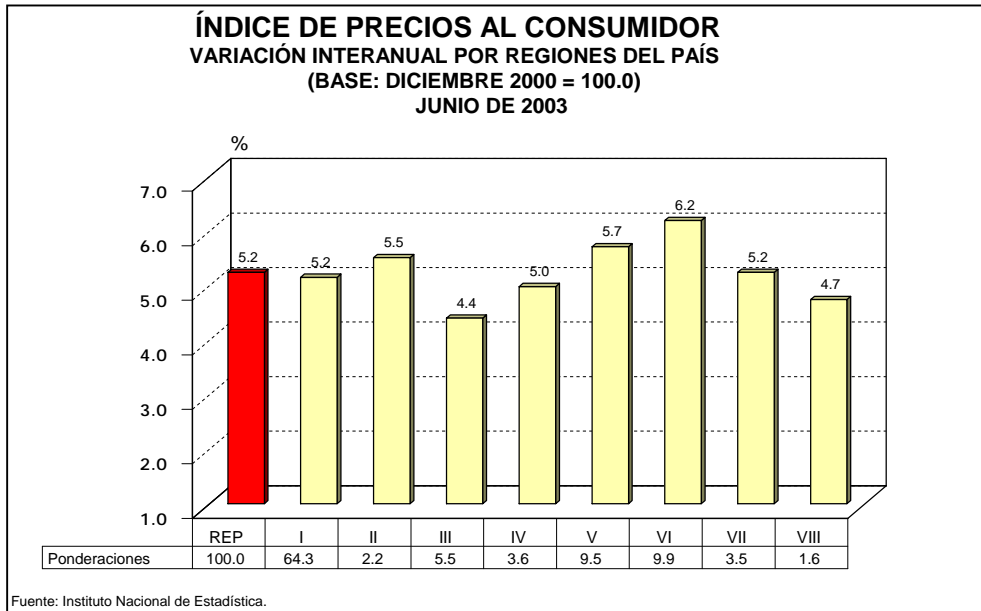
fundamentalmente, por el incremento de 6.71% en el grupo de gasto de Servicios para el mantenimiento rutinario del hogar.

Por su parte, la división Transporte y comunicaciones registró una variación interanual de 3.86%, determinada, principalmente, por las alzas registradas en el precio medio de las reparaciones y mantenimiento de vehículos personales y de las gasolinas (superior y regular), 16.12% y 3.58%, respectivamente.

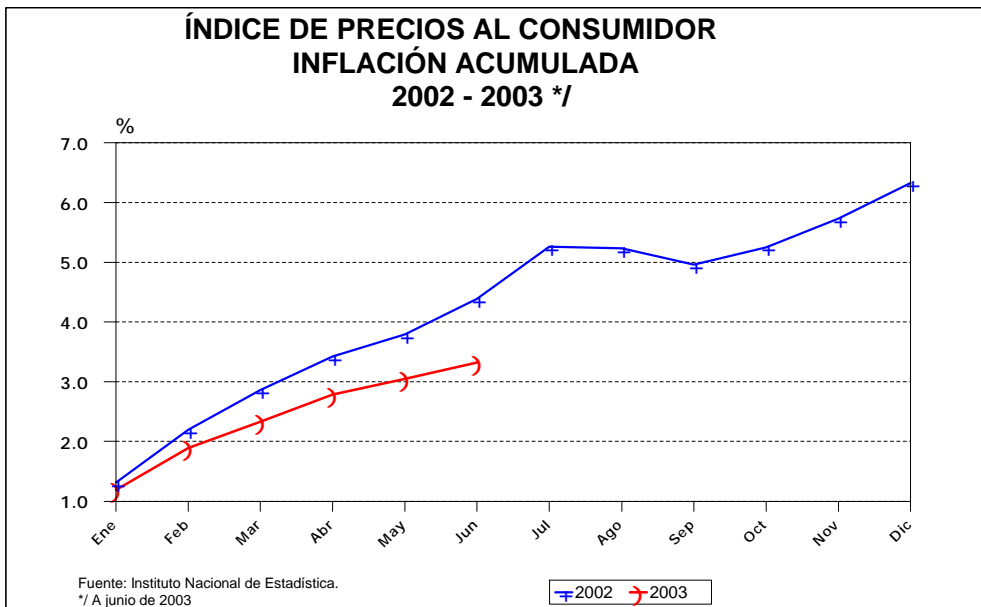
Finalmente, la división de Educación, que representó una variación interanual de 6.42%, estuvo determinada por el comportamiento del grupo de gasto Servicios educativos, en donde destaca, por un lado, el incremento de los precios medios de las cuotas mensuales, tanto en educación preprimaria y primaria, como secundaria y superior y, por el otro, el alza en el gasto básico de otros materiales y útiles de estudio.

A nivel de regiones¹⁹ la Región VI (Suroccidente) registró el ritmo inflacionario más alto, con 6.19%, seguida por la Región V (Central), que registró una variación interanual de 5.71%. La Región I (Metropolitana), que tiene una ponderación de 64.32% en el total por regiones, presentó un ritmo inflacionario de 5.15%, inferior en 0.09 puntos porcentuales al promedio ponderado a nivel república (5.24%). La que observó el ritmo inflacionario más bajo fue la Región III (Nororiente), con 4.40%.

¹⁹ Región I, Metropolitana (Guatemala); Región II, Norte (Alta Verapaz y Baja Verapaz); Región III, Nororiente (El Progreso, Zacapa, Izabal y Chiquimula); Región IV, Suroriente (Santa Rosa, Jalapa y Jutiapa); Región V, Central (Chimaltenango, Sacatepéquez y Escuintla); Región VI, Suroccidente (San Marcos, Quetzaltenango, Totonicapán, Retalhuleu y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén (Flores y San Benito).



En cuanto a la inflación acumulada a junio del presente año, a nivel república, ésta alcanzó una variación de 3.32%, inferior en 1.07 puntos porcentuales a la registrada en el mismo periodo del año anterior (4.39%).





B. PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA

1. Análisis del programa al primer semestre de 2003

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 contiene, entre otros elementos, el programa monetario trimestral, que describe el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del Banco Central, en donde se prevé que la emisión crezca 8.7% respecto al nivel observado a finales de 2002, compatible con una tasa estimada de crecimiento del Producto Interno Bruto en términos reales de alrededor del 2.4% y con la meta de inflación de entre 4% y 6%.

El referido programa monetario previó para el primer semestre del presente año un fortalecimiento del nivel de RIN por US\$452.0 millones. Cabe indicar que en dicho monto se tenía previsto para el segundo trimestre el ingreso de divisas por concepto de la colocación de Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América por un monto de US\$563.0 millones. Sin embargo, la referida colocación no se concretó, por lo que el gobierno central, en sustitución del financiamiento externo, realizó colocaciones netas de bonos en moneda extranjera por un monto total de US\$251.0 millones²⁰, lo cual permitió compensar, en parte, los recursos que no ingresaron.

Tomando en consideración lo comentado en el párrafo precedente, a continuación se presenta el cumplimiento del programa monetario para el primer semestre de 2003, ajustado tanto en el monto de RIN como en su correspondiente contrapartida en la posición del Gobierno Central.

²⁰ No incluye la emisión de bonos destinada a fortalecer los recursos del Fondo para la Protección del Ahorro (FOPA) por US\$68.4 millones, en virtud de que la misma no implica ingreso de divisas.



PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2003
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2002 AL 30 DE JUNIO DE 2003
 - Millones de quetzales -

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	415	1,476	1,061
US\$	52	185	133
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-1,252	-1,707	-455
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-163	-1,138	-975
1.1. Gobierno Central	-950	-1,406	-456
1.2. Resto sector público	787	268	-519
2. Posición con bancos y financieras.	638	1,064	426
2.1. Crédito a bancos y financ.	-53	-54	-1
2.2. Encaje	691	1,118	427
3. Otros activos netos	779	803	24
3.1. Gastos y productos	653	631	-22
3.2. Activos netos no clasificados	127	172	45
4. Operaciones de mercado abierto	-2,895	-2,436	459
5. Excedente (-) o faltante (+) de liquidez	389	0	-389
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-836	-231	605

Memo:

OMAs totales

1,732

2,021

289

El comportamiento de cada uno de los factores que intervinieron en la generación de emisión monetaria se comenta a continuación.

a) Monetización externa

Los activos externos netos del Banco de Guatemala²¹ o RIN al 30 de junio exhibieron un aumento de Q1,476.0 millones (alrededor de US\$185.0 millones), monto superior en Q1,061.0 millones (US\$133.0 millones) con respecto de lo programado.

b) Posición con el sector público

En lo relativo al sector público, de enero a junio del presente año el gobierno central aumentó sus depósitos en el Banco Central en Q1,406.0 millones, monto superior en Q456.0 millones respecto de lo programado.

²¹ De conformidad con el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del Fondo Monetario Internacional (FMI) es sinónimo de Reservas Monetarias Internacionales (RIN).



El aumento en los depósitos del gobierno en el Banco de Guatemala se explica, principalmente, por los ingresos provenientes de la colocación de bonos, de las regalías por explotación de petróleo y de los gastos por concepto de servicio de la deuda pública interna y externa.

Por su parte, el resto del sector público observó una monetización de Q268.0 millones, menor a la prevista de Q787.0 millones. Dicho resultado refleja el hecho de que las inversiones en CDPs de las entidades públicas en el Banco de Guatemala se redujeron en Q446.0 millones, monto inferior en Q328.0 millones respecto de lo previsto (Q774.0 millones), mientras que sus depósitos en el Banco de Guatemala se incrementaron en Q178.2 millones, mayor de lo previsto (Q13.2 millones).

c) Posición con bancos y financieras

De acuerdo con el programa monetario, se preveía que durante el primer semestre los bancos tendrían un flujo monetizante de Q638.0 millones, derivado de la reducción prevista en el saldo del encaje bancario en el Banco Central por parte de las entidades bancarias. Cabe indicar que el comportamiento del referido encaje bancario durante el semestre fue monetizante, en virtud de la significativa reducción de los depósitos del sistema bancario en el Banco de Guatemala. En efecto, al 30 de junio se observa que el encaje bancario tuvo un efecto monetizante por Q1,064.0 millones, lo que dio origen a una monetización adicional de Q426.0 millones en relación a lo programado.

d) Resultado operativo de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al finalizar junio ascendió a Q631.1 millones, monto inferior en Q22.0 millones con respecto a lo programado. Este menor efecto monetizante es resultado, por un lado, de la reducción de las tasas de interés en el mercado de dinero y, por el otro, de la reestructuración de las OMAs a mayores plazos²².

²² El 58% del total de OMAs colocadas al 30 de junio vencen en 2004.



e) Operaciones de mercado abierto

El programa monetario tenía previsto que en el primer semestre de 2003 la economía tendría un faltante de liquidez de Q389.0 millones, monto que el Banco de Guatemala compensaría por medio de la reducción en el saldo de las operaciones de mercado abierto, por lo que el monto total programado de dichas operaciones, al finalizar junio, ascendería a Q1,732.0 millones. Cabe indicar que, al 30 de junio, las OMAs totales registraron un incremento de Q2,021.2 millones, superior en Q289.0 millones a lo esperado. El incremento en las OMAs se debió, principalmente, a la neutralización de parte del excedente de liquidez bancaria observado en el semestre.

C. VARIABLES INDICATIVAS

En resolución JM-303-2002 del 23 de diciembre de 2002, la Junta Monetaria dispuso, entre otros aspectos, que con el propósito de guiar y orientar las acciones de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia y evaluar en qué medida se están logrando las metas, se debe dar seguimiento a siete variables indicativas, cuyo comportamiento durante el primer semestre de 2003 se presenta a continuación.

1. Emisión monetaria

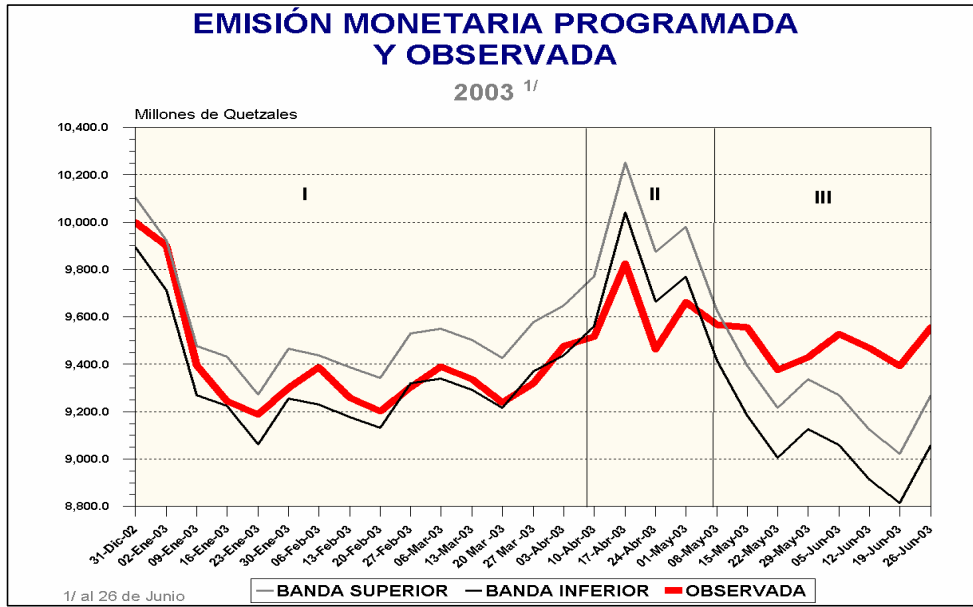
La evolución de la emisión monetaria a junio de 2003 puede dividirse en tres periodos: el primero, comprendido entre el 2 de enero y el 10 de abril de 2003, en el que la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo, en general, dentro del corredor programado. Este comportamiento obedeció, principalmente, al efecto desmonetizante generado por el aumento de las operaciones de mercado abierto y al aumento de los depósitos del gobierno central en el Banco de Guatemala.

En el segundo periodo, comprendido entre el 10 de abril y el 8 de mayo, la emisión observada se mantuvo por debajo del límite inferior del corredor programado. Dicho comportamiento estuvo determinado, fundamentalmente, por la mayor realización de operaciones de mercado abierto por parte del Banco de



Guatemala respecto de lo programado en el flujo estimado de monetización. El referido incremento en las operaciones de mercado abierto se dio en un contexto en que existía un excedente de encaje considerable, el cual por sus efectos potenciales en la estabilidad del sistema financiero, podría inducir una alta volatilidad en el tasa de interés de corto plazo, por lo que la mayor realización de OMAs respecto de lo previsto tuvo como propósito aminorar los efectos adversos de la permanencia de dicho excedente en la estabilidad del mercado de dinero, en particular en la volatilidad de la referida tasa.

En el tercer periodo, comprendido entre el 8 de mayo y el 26 de junio, la emisión observada se desvió por encima del límite superior del corredor programado. Este comportamiento se debe al efecto monetizante generado por el hecho de que los ingresos netos del gobierno central (ingresos corrientes – gastos totales), fueron menores a lo previsto en el flujo estimado de monetización, el cual no se compensó con una mayor neutralización de OMAs. El hecho de que el referido efecto monetizante no haya sido neutralizado en su totalidad se debió, principalmente, a que se observó un cambio en la preferencia de los agentes económicos con respecto al plazo en que realizan sus inversiones en CDPs del Banco de Guatemala, privilegiando los papeles de corto plazo. Ante tal escenario y considerando que las condiciones que originaron el desvío en la emisión monetaria, que inicialmente se estimó eran transitorias, empezaron a prolongarse, el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala acordó, en el marco de la política monetaria vigente, que a partir del 9 de junio se empezara a intensificar las colocaciones de corto plazo a fin de propiciar la corrección gradual de la desviación observada en la emisión monetaria. Cabe agregar que al 26 de junio la emisión monetaria observada aún registraba una desviación de Q287.6 millones por encima del límite superior del corredor programado.



2. Tasas de interés

a) De operaciones de mercado abierto

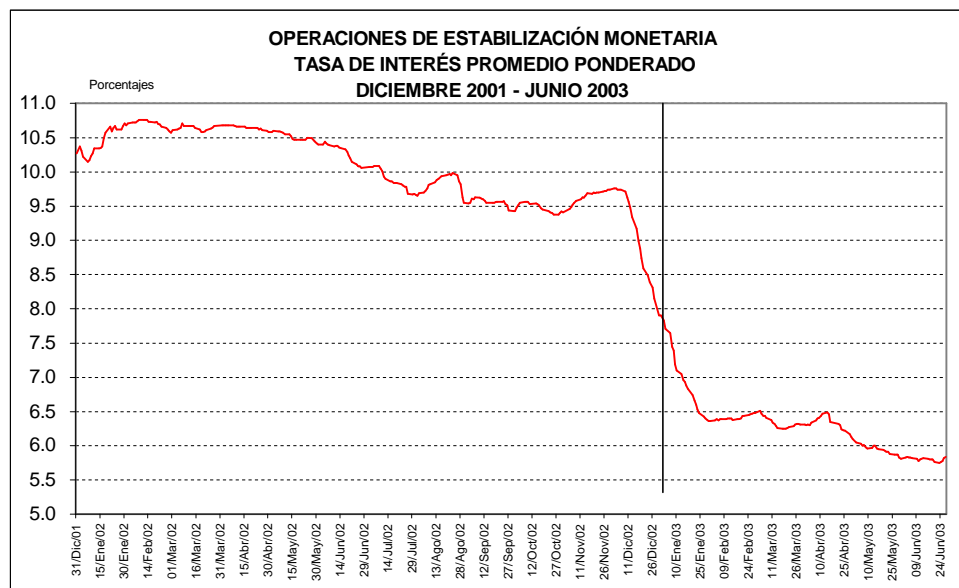
Durante el periodo de enero a junio de 2003, como consecuencia de los excedentes de liquidez registrados en dicho periodo, las tasas de interés en operaciones de mercado abierto mostraron un comportamiento estable y hacia la baja, comparado con diciembre de 2002, en tanto que la estructura de los plazos de dichas colocaciones se concentró en plazos largos.



TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL DE OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA POR EL MECANISMO DE LICITACIÓN DE DICIEMBRE 2002 A JUNIO 2003
- En porcentajes -

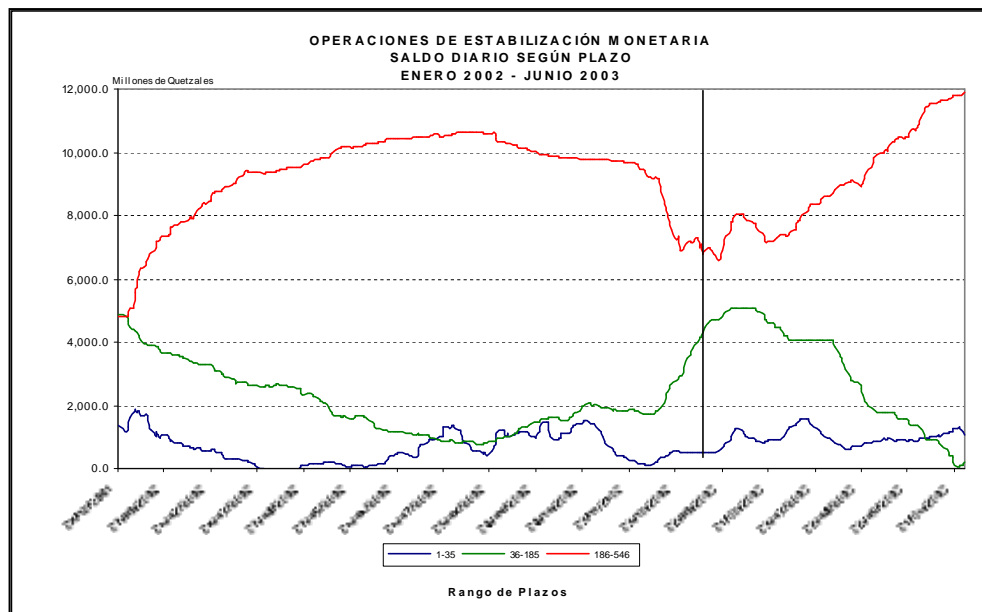
PLAZO EN DÍAS	DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO
63	3.66						3.00
91		3.81					3.15
147							3.30
182	5.44						
210				5.00	4.37	3.40	
273		5.30	5.25	5.25			
301			5.90				5.00
322		5.96					
336					4.91		
364	6.50			6.45	6.45	5.48	5.49
462		6.95				5.50	5.50
546	7.50	7.48					

Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado del saldo total de operaciones de mercado abierto durante el periodo de enero a junio continuó con una tendencia hacia la baja, al pasar de 7.90% a finales de diciembre de 2002 a 5.82% al 30 de junio de 2003.





Por último, cabe indicar que durante el primer semestre de 2003 se efectuaron, en función del programa monetario, operaciones de mercado abierto a distintos plazos, que pueden agruparse de 1 a 35 días, de 36 a 185 días y de 186 a 546 días. Al 30 de junio de 2003 el saldo de estas operaciones se situó en Q13,170.6 millones, distribuidos conforme se presenta en la gráfica siguiente.



Como se puede observar, a lo largo del periodo analizado dichas operaciones se concentraron mayoritariamente en el rango de 186 a 546 días, al representar el 90.2% del total del saldo referido. En efecto, las colocaciones netas de 1 a 35 días se incrementaron en el semestre en Q556.0 millones; las de 36 a 185 días disminuyeron en Q3,305.3 millones; en tanto que las colocaciones netas a plazos más largos, de 186 a 546 días, aumentaron en Q4,764.9 millones.

b) Tasa parámetro

La tasa parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”, que incorpora ajustes sobre una tasa base en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada y de tipo de cambio, de manera que la tasa de

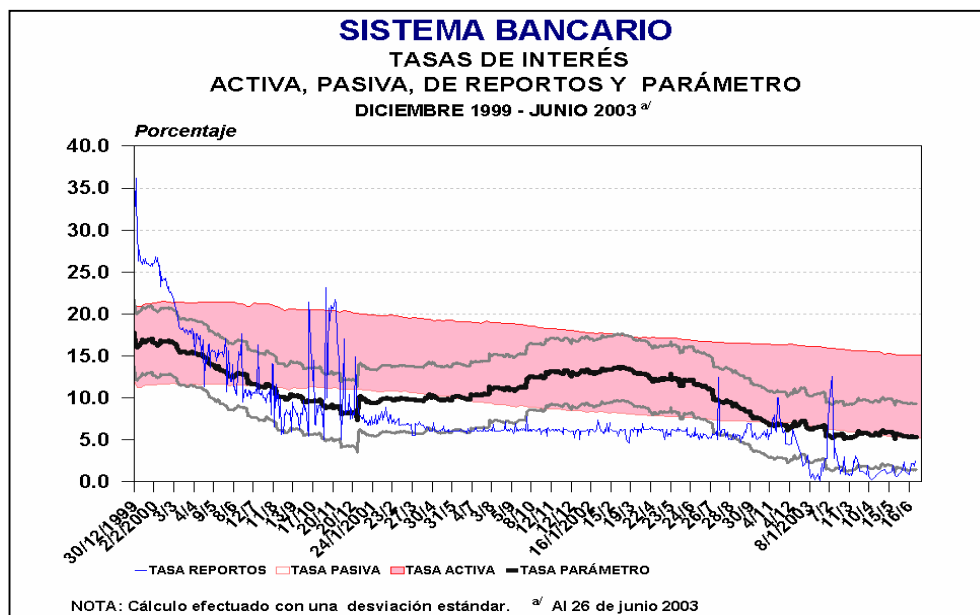


interés resultante que debería de privar en el mercado sea compatible, entre otros aspectos, con la variación relativa en el nivel general de precios existente.

Al observar el comportamiento de la tasa parámetro durante el primer semestre de 2003, al 26 de junio la misma se ubicó en 5.64% y sus límites de confianza superior e inferior, calculados con una desviación estándar, se situaron en 9.59% y 1.69%, respectivamente. La tasa de reportos para el plazo de 8 a 15 días se ha mantenido alrededor del límite inferior de la banda de la tasa parámetro, situación atribuible a los volúmenes significativos de liquidez observados en el sistema bancario a lo largo de los primeros seis meses del año. Al 26 de junio dicha tasa de reportos se situó en 2.57%.

Otra forma de evidenciar los excedentes de liquidez en los bancos del sistema es cuando se compara la referida tasa de reportos con las tasas activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario, donde se observa que la misma se ha mantenido en la mayor parte del periodo de análisis, por debajo incluso de la tasa pasiva.

Por último, se puede indicar que únicamente en los días 12 y 13 de febrero se observó alguna volatilidad en la tasa de reportos de 8 a 15 días, debido a los cambios en los excedentes de liquidez observados en el mercado de dinero. Sin embargo, el comportamiento de dicha tasa se tornó nuevamente estable, como consecuencia que el Banco Central participó en el mercado de dinero inyectando liquidez.



c) Competitividad externa de la tasa de interés doméstica

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

La “condición de paridad descubierta de la tasa de interés” es una condición de no-arbitraje en el mercado financiero que se cumple cuando la tasa de interés doméstica en moneda nacional es igual a la correspondiente tasa de paridad y, por lo tanto, los rendimientos de un activo financiero en moneda nacional son iguales a los que se obtendrían con un sustituto en moneda extranjera (haciendo abstracción de los costos de transacción).²³ En tal caso, a un agente económico le sería indiferente realizar operaciones en moneda nacional o en moneda extranjera. Por el contrario, cuando existe una brecha positiva entre la tasa de interés doméstica en moneda nacional con respecto a la tasa de interés de paridad correspondiente, los agentes económicos se ven estimulados a ingresar

²³ Cabe indicar que el cálculo de la tasa de paridad tanto activa como pasiva, si bien aún posee limitaciones de naturaleza estadística, asociadas a la falta de información sobre costos de transacción e instrumentos financieros que puedan sustituirse perfectamente en el mercado, representa un avance en cuanto a la medición de la competitividad externa de la tasa de interés doméstica.

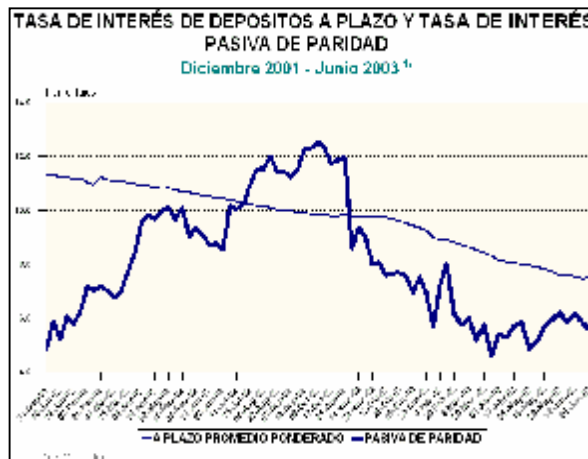
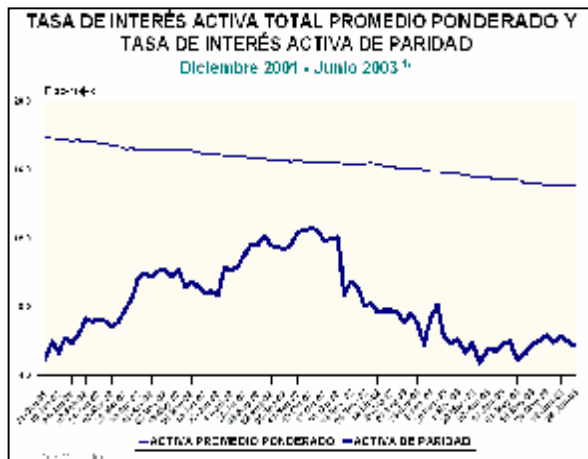


capitales al país; en cambio, cuando esa brecha es negativa, ello puede propiciar una salida de capitales.

Para efectos de medición, en el presente análisis se utilizan las tasas LIBOR y LIBID como tasas de interés externas comparables a las tasas de interés domésticas en moneda nacional activa y pasiva (depósitos a plazo), respectivamente. Además, como una medición aproximada de la prima de riesgo cambiario, se utiliza la diferencia entre el tipo de cambio promedio (compra y venta) observado y el tipo de cambio promedio (compra y venta) negociado en el mercado de futuros guatemalteco. A la vez, para medir aproximadamente la prima de riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Eurobonos guatemaltecos en circulación en el mercado internacional y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América, correspondientes al mismo plazo.

Durante el periodo de enero a junio de 2003, se observó que la tasa de interés activa doméstica fue superior a la tasa de interés activa de paridad, lo cual es un indicador de que el crédito en el exterior resultó más barato que el crédito interno. En teoría, esta diferencia fomentaría la contratación de créditos externos y, por ende, el ingreso de capitales. Al 26 de junio, la tasa de interés activa promedio ponderado se situó en 15.10%, en tanto que la tasa activa de paridad fue de 5.71%.

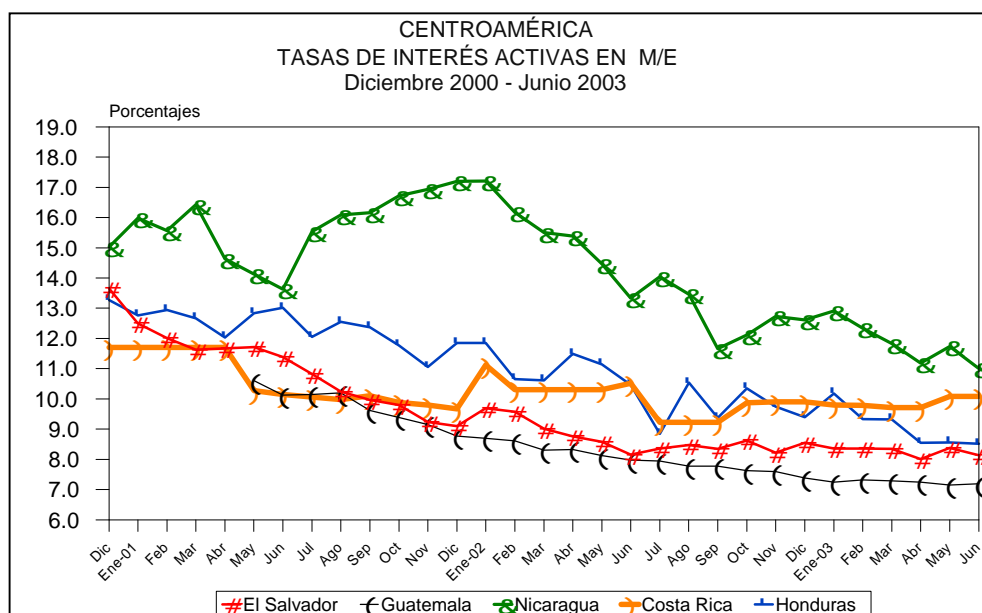
Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo fue superior a la tasa pasiva de paridad. En efecto, al 26 de junio, la tasa para depósitos a plazo alcanzó 7.49%, en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 5.59%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación indicaría que a los agentes económicos les resulta más favorable ahorrar internamente.



d) Tasas de interés en Centroamérica en moneda extranjera

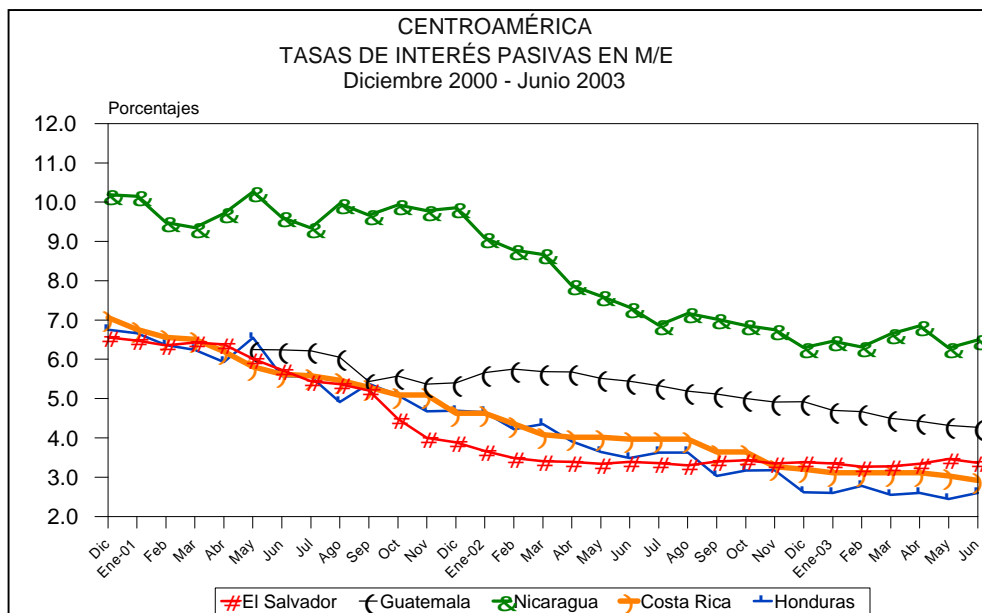
Tomando en cuenta la importancia de comparar instrumentos financieros homogéneos entre los países del área centroamericana, resulta ilustrativo comparar las tasas de interés que se aplican en operaciones tanto activas como pasivas en dólares de los Estados Unidos de América.

Dentro del contexto anterior, según la información a junio de 2003, Nicaragua presenta la tasa de interés activa más alta de Centroamérica, situándose en 11.0%; le siguen Costa Rica, Honduras y El Salvador con tasas de 10.08%, 8.52% y 8.14%, respectivamente y, por último, se sitúa Guatemala con una tasa activa del sistema bancario de 7.19%.





En cuanto a las tasas de interés pasivas de depósitos a plazo en dólares de los Estados Unidos de América, de acuerdo con información a junio de 2003, Nicaragua también presentó la tasa más alta durante el periodo, situándose en 6.49%, seguido de Guatemala, El Salvador y Costa Rica que alcanzaron 4.27%, 3.37% y 2.92%, respectivamente; y, por último, Honduras con una tasa de 2.60%.



En general, las tasas observadas en el sistema bancario centroamericano permiten inferir que, sin tomar en cuenta el riesgo país y los costos de transacción, resulta más favorable adquirir créditos en dólares de los Estados Unidos de América en Guatemala y ahorrar en dólares en Nicaragua que en el resto de países centroamericanos.

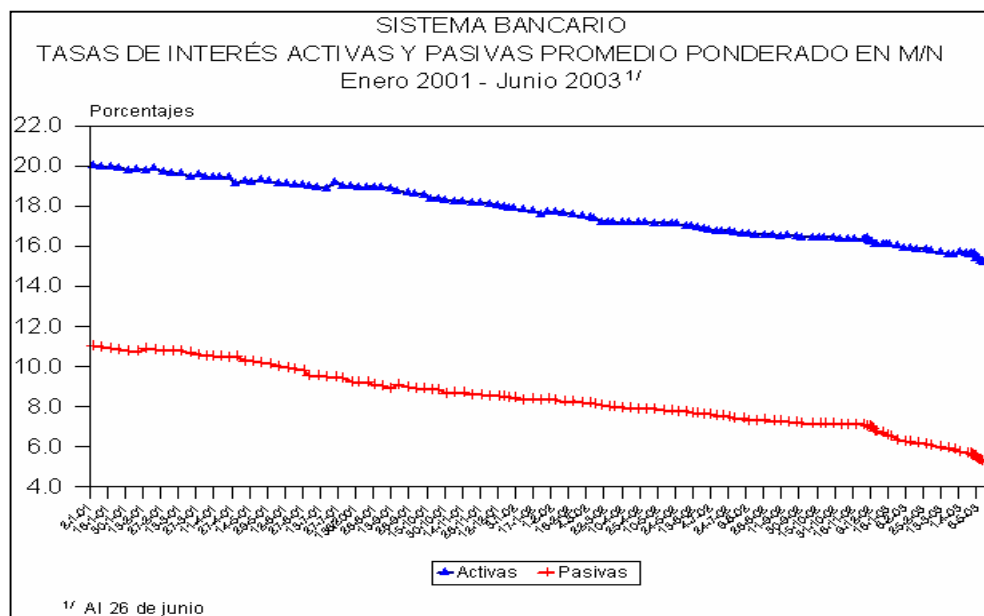
e) Tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario

i) En moneda nacional

Durante el primer semestre de 2003, las tasas de interés bancarias promedio ponderado, continuaron con un comportamiento estable y con tendencia hacia la baja. En efecto, a finales de 2002 la tasa de interés activa se situó en 16.20%, en tanto que al 26 de junio la misma se redujo en 1.10 puntos



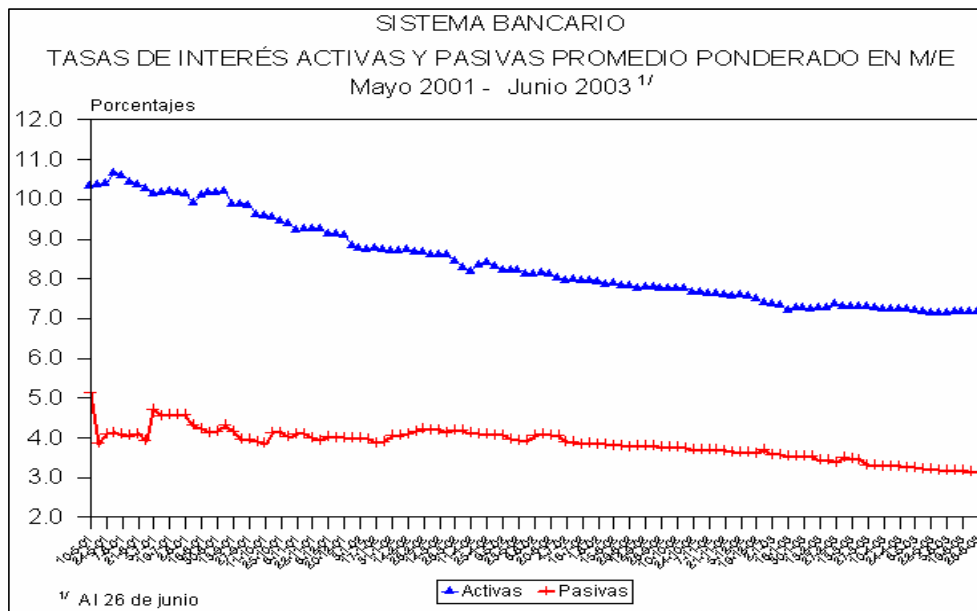
porcentuales, hasta alcanzar 15.10%. Cabe indicar que este nivel es el más bajo que la tasa activa bancaria registra desde 1989, cuando se liberaron las tasas de interés. Por su parte, la tasa de interés pasiva promedio ponderado se situó en 5.22%, registrando una reducción de 1.69 puntos porcentuales con relación a la registrada a finales de diciembre de 2002 (6.91%).



ii) En moneda extranjera

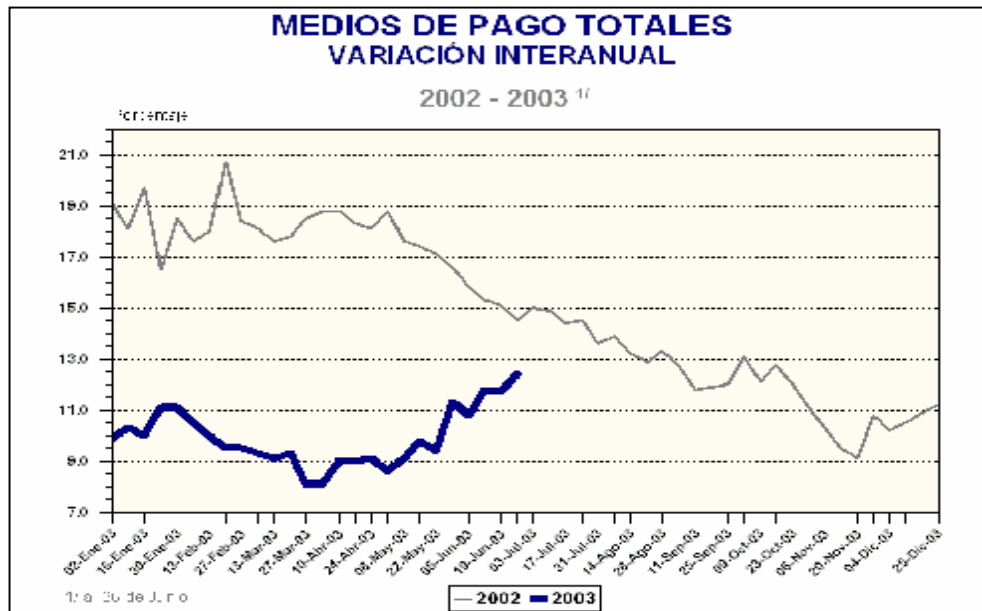
La tasa de interés activa total promedio ponderado ha mostrado una tendencia decreciente, al pasar de 7.38% en diciembre de 2002 a 7.19% al 26 de junio de 2003. Por su parte, la tasa de interés pasiva total promedio ponderado²⁴ también ha exhibido una tendencia hacia la baja, situándose en 3.12% al 26 de junio, inferior en 0.45 puntos porcentuales a la registrada en diciembre del año anterior (3.57%).

²⁴ Incluye depósitos de ahorro, depósitos a plazo y Obligaciones Financieras en Circulación.

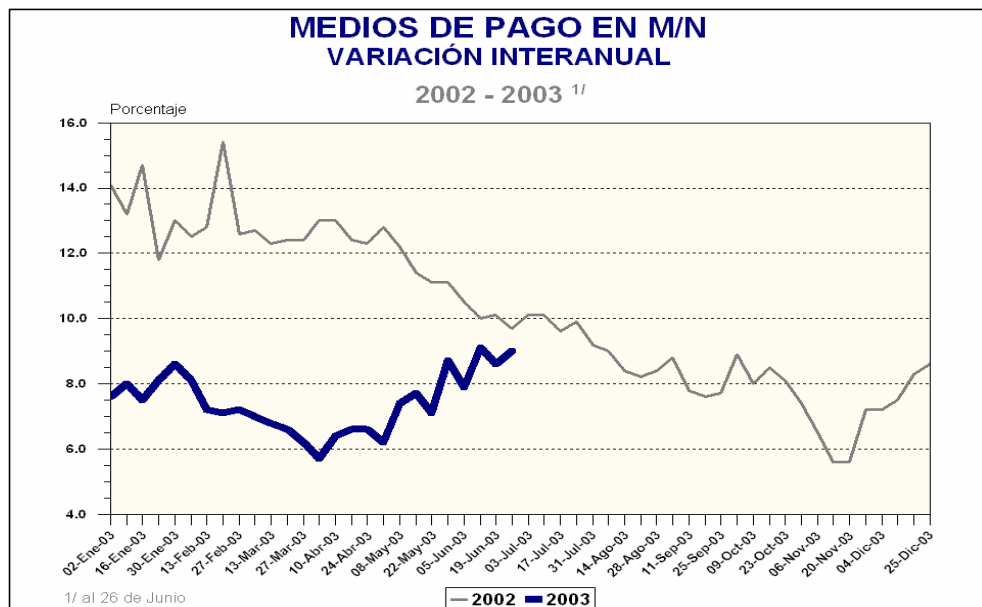


3. Medios de pago

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 se estimó que, congruente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago (M2 y M3) crecerían entre 9% y 11%, en términos interanuales. Al 26 de junio, los medios de pago totales (moneda nacional más moneda extranjera) correspondientes a M2 alcanzaron un nivel de Q54,112.6 millones, lo que representa un crecimiento, en términos interanuales, de 12.4%. Dicho porcentaje, es superior al rango previsto en la política monetaria vigente para fin de año y superior a los niveles que se han venido observando durante el primer semestre de 2003. El incremento en términos interanuales observado por los medios de pago obedece a una mayor captación de recursos en moneda nacional por parte del sistema bancario, particularmente en concepto de depósitos monetarios.

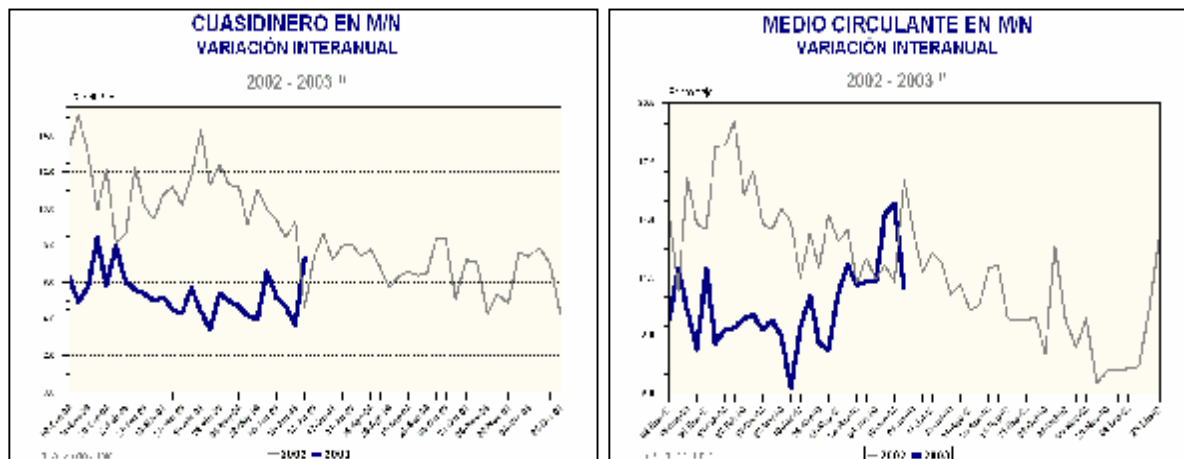


Por su parte, el agregado M2 en moneda nacional registró, al 26 de junio, un saldo de Q49,495.4 millones, con un crecimiento interanual de 9.0% (Q4,071.4 millones), inferior en 0.6 puntos porcentuales al observado en igual periodo del año anterior (9.6%).





Entre los componentes de los medios de pago (M2) en moneda nacional, el cuasidinero registró una tasa de crecimiento interanual de 7.3% (Q1,827.7 millones) y el medio circulante de 11.0% (Q2,243.6 millones).



Por su parte, los medios de pago en moneda extranjera registraron al 26 de junio un saldo equivalente a Q4,617.2 millones, con un crecimiento interanual de Q1,917.9 millones (71.1%). En moneda extranjera, el cuasidinero creció Q751.8 millones (46.5%) y los depósitos monetarios Q1,166.1 millones (107.7%), ambos en términos interanuales.

Por último, el agregado M3 en moneda nacional, que comprende M2 en moneda nacional más los depósitos a plazo constituidos en el Banco de Guatemala y los bonos emitidos por las sociedades financieras, ambos en poder del sector privado no bancario, alcanzó al 26 de junio un saldo de Q52,435.0 millones, con un crecimiento interanual de 9.1%. El total de los agregados monetarios en moneda nacional y en moneda extranjera (M3) fue de Q57,590.7 millones, equivalente a un incremento de Q2,411.0 millones (4.4%) respecto del nivel observado en diciembre de 2002 y un incremento de Q6,648.2 millones (13.1%) en términos interanuales.

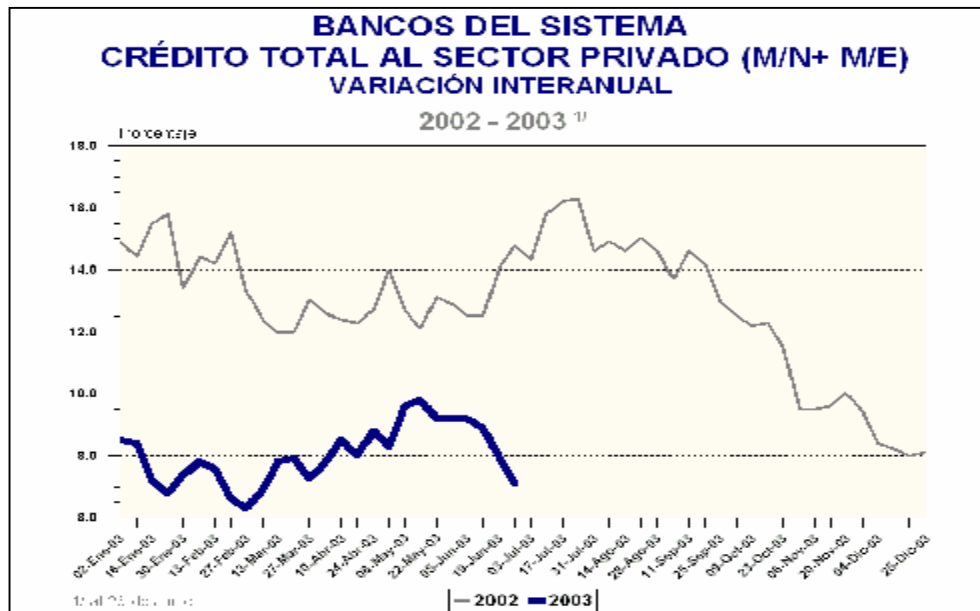


4. Crédito de los bancos al sector privado

a) Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcance una tasa de crecimiento interanual de entre 10% y 12%, consistente con el crecimiento de los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

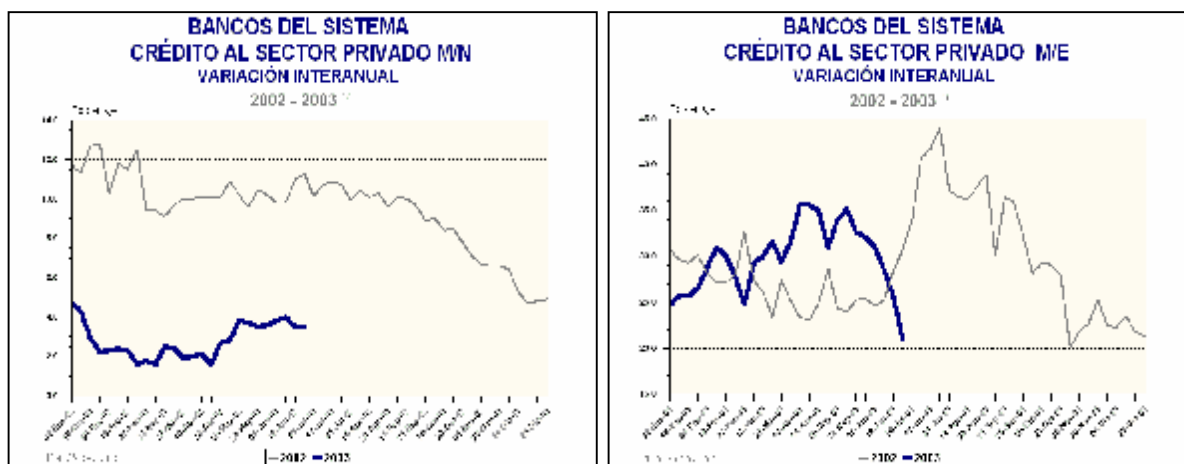
Al 26 de junio de 2003, el crédito bancario total al sector privado (moneda nacional más moneda extranjera) se ubicó en Q33,600.7 millones, registrando una tasa de crecimiento interanual de 7.1% (Q2,230.5 millones), inferior a la tasa prevista para fin de año en la política monetaria vigente.



En lo que se refiere al crédito al sector privado en moneda nacional, éste se ubicó en Q25,790.8 millones, con una tasa de crecimiento interanual de 3.5% (Q871.3 millones). Por su parte, el crédito al sector privado en moneda extranjera registró un saldo equivalente a Q7,809.9 millones, con un crecimiento interanual de 21.1% (Q1,359.2 millones).

El hecho de que el ritmo de crecimiento del crédito bancario total al sector privado se ubique por debajo del rango establecido en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003, es atribuible a diversos factores,

entre los que se puede mencionar, en primer lugar, el poco dinamismo en la demanda de crédito en el primer semestre asociado al modesto crecimiento económico en términos reales; en segundo lugar, a la posibilidad de que un número de empresas locales pudo haber financiado sus actividades con recursos provenientes del exterior, especialmente de El Salvador, motivadas por tasas de interés más favorables a las observadas en el mercado local y por la estabilidad del tipo de cambio nominal; en tercer lugar, a que algunas empresas filiales de transnacionales podrían estar cancelando sus préstamos en los bancos nacionales, sustituyéndolos por financiamiento que les puedan proveer sus casas matrices del exterior; y, por último, a la mayor cautela por parte de los bancos en los procesos de análisis y concesión de crédito debido a la aplicación de la nueva normativa prudencial vigente.

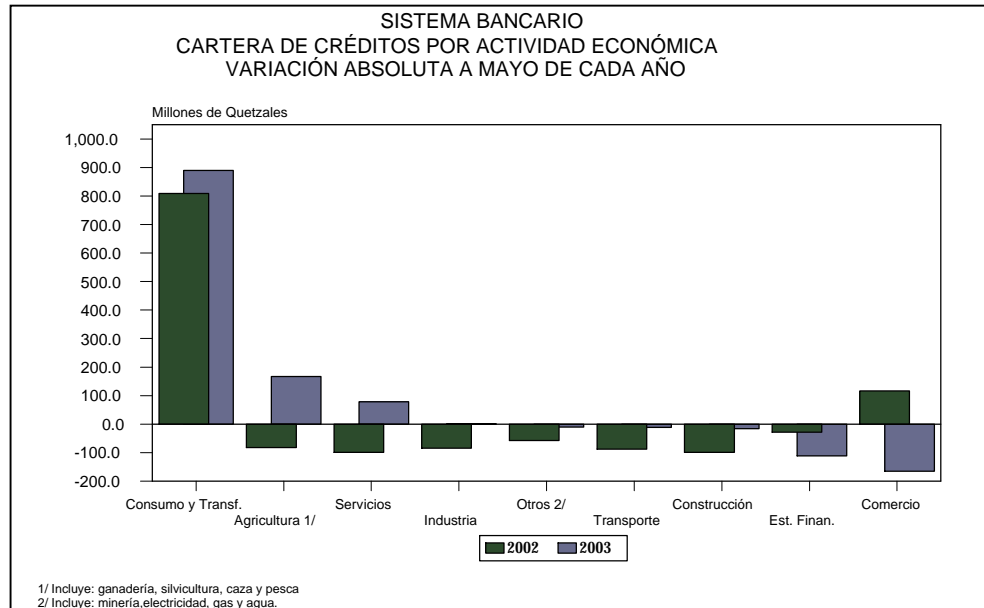


b) Cartera crediticia por actividad económica

Según información recopilada por la Superintendencia de Bancos, al 31 de mayo de 2003, la cartera crediticia presentó un aumento de Q821.4 millones, respecto a diciembre de 2002, en tanto que en igual periodo del año anterior ésta se había incrementado en Q385.9 millones. El aumento de la cartera crediticia al 31 de mayo de 2003 es el resultado neto de incrementos o reducciones en las distintas ramas de actividad. En efecto, las ramas que aumentaron son: consumo y transferencias, Q889.9 millones; agricultura, Q167.0 millones; servicios, Q77.8 millones; e, industria, Q0.8 millones; en tanto que las



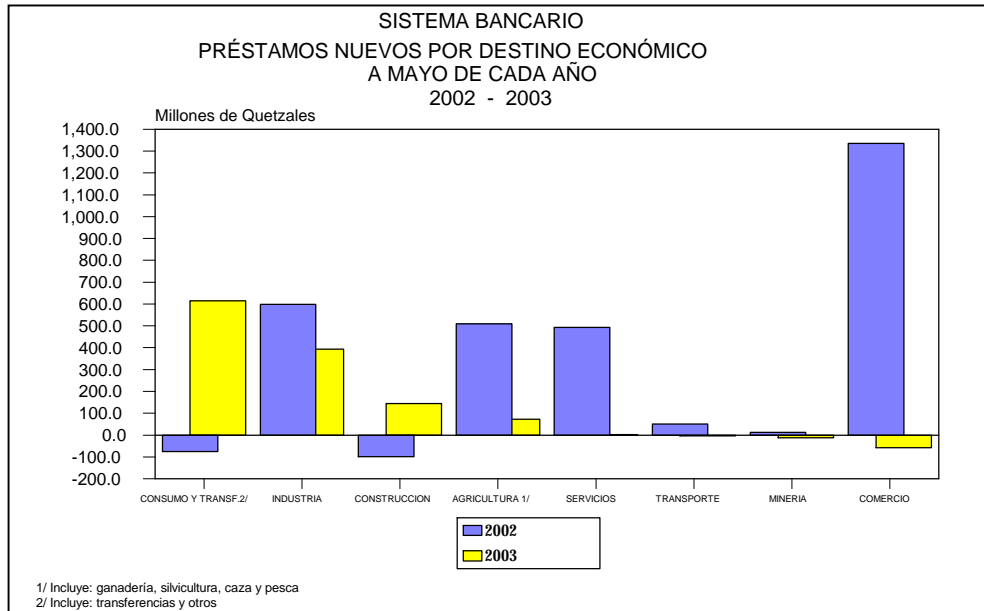
que disminuyeron son: comercio, Q164.9 millones; establecimientos financieros, Q110.9 millones; construcción, Q16.3 millones; transporte, Q11.6 millones; y, otros destinos²⁵, Q10.3 millones.



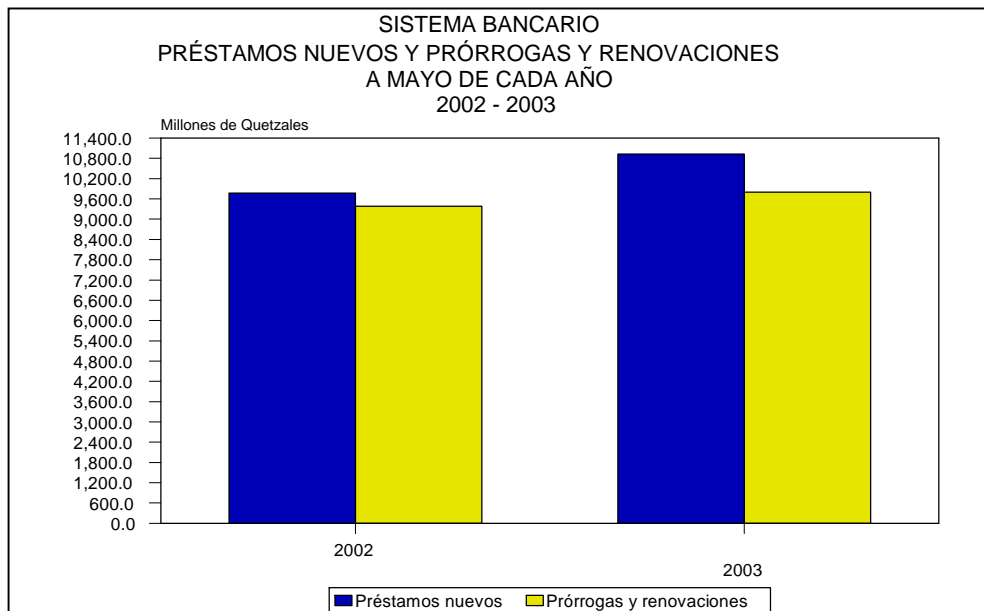
c) Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones

Al 31 de mayo de 2003 (última información disponible) la cartera nominal de préstamos nuevos, incluyendo prórrogas y renovaciones, fue de Q10,925.3 millones, superior en Q1,155.4 millones a la registrada en similar periodo del año anterior. Este resultado refleja, por una parte, el aumento de los préstamos nuevos canalizados al consumo y transferencias por Q615.0 millones; a la industria por Q393.1 millones; a la construcción por Q143.9 millones; a la agricultura por Q73.3 millones; y, a los servicios por Q2.6 millones y, por otra, a la reducción que registraron los sectores comercio por Q57.6 millones; minería por Q12.3 millones; y, transporte por Q2.6 millones.

²⁵ Incluye minería, electricidad, gas y agua.



Cabe indicar que el total de préstamos nuevos otorgados en el periodo en referencia se concentra en los créditos prorrogados y renovados (89.7%), tal y como se aprecia en la gráfica siguiente.





5. Tipo de cambio

a) Tipo de cambio nominal

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003 determina que el régimen cambiario vigente es flexible y, por ende, el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado. En ese contexto, el Banco de Guatemala, de conformidad con dicha política, únicamente podría participar en el mercado cambiario con el propósito de reducir la volatilidad en el tipo de cambio, así como con el de adquirir la divisas que requieran el propio Banco, el Gobierno Central y las otras entidades del sector público, para cumplir con sus compromisos externos.

En el marco descrito, durante el primer semestre de 2003 el tipo de cambio promedio de compra y venta en el mercado institucional de divisas registró una depreciación de Q0.13 (1.67%) al pasar de Q7.80 por US\$1.00 a Q7.93 por US\$1.00, comportamiento que refleja la estacionalidad del tipo de cambio. Por su parte, la estabilidad de la referida variable se asocia a las expectativas positivas de los agentes económicos respecto a la estabilidad macroeconómica del país y a la disciplina fiscal y monetaria. Cabe indicar que en el primer semestre del año, dada la estabilidad en el tipo de cambio el Banco Central no participó en el mercado de divisas. La última participación se dio el 11 de noviembre de 2002.

b) Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real -ITCER-

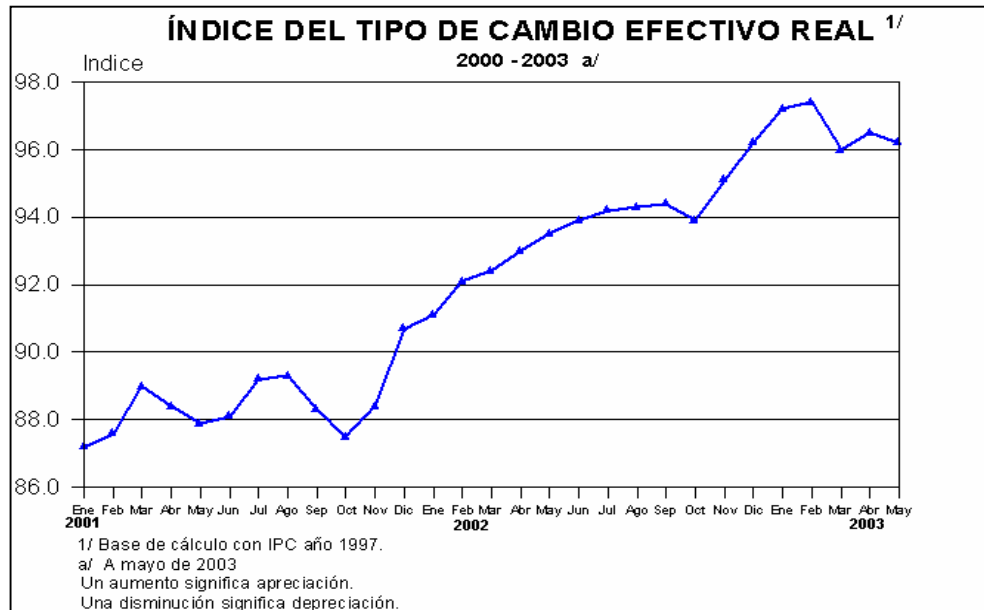
Este indicador mide la relación entre el tipo de cambio nominal y la inflación doméstica con respecto a la de los principales socios comerciales del país y es una medida aproximada de la dirección de cambio en la competitividad de sus exportaciones.

A mayo, el ITCER experimentó una apreciación en términos interanuales de 2.92%, menor a la observada en el mismo periodo del año anterior (6.37%)²⁶. Dicho comportamiento refleja, fundamentalmente, el hecho de que dos de los principales socios comerciales que conforman la canasta de países con la

²⁶ Cabe indicar que a diciembre de 2002, el ITCER registró una apreciación de 6.13 %.



cual se calcula el ITCER (Alemania y Japón) tuvieron apreciaciones de su moneda con respecto al dólar de los Estados Unidos de América. Otro factor que influyó en ese comportamiento fue el mayor ritmo de crecimiento de los precios observado en Costa Rica y Honduras, en relación con la inflación guatemalteca.



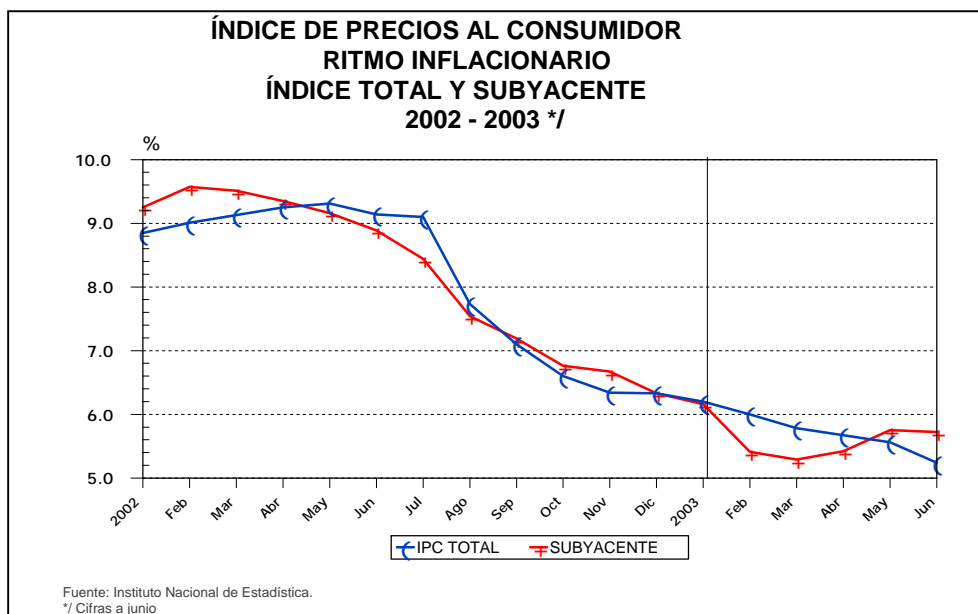
6. Inflación subyacente

La inflación subyacente es la tasa de crecimiento de un índice de precios que, con el propósito de eliminar distorsiones en su cálculo, excluye algunos bienes y servicios cuyos precios son altamente volátiles o están sujetos a choques externos y que, por lo tanto, no obedecen a factores monetarios. 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 junio de 2003 una variación interanual de 5.72%, superior en 0.48 puntos porcentuales a la inflación total (5.24%), diferencia determinada, fundamentalmente, por la baja de



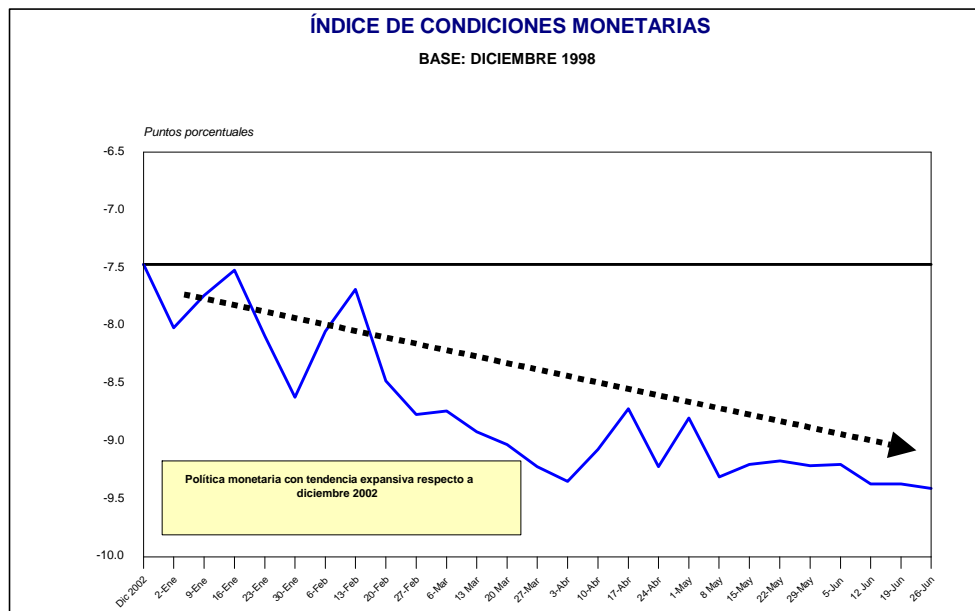
7.69% observada en los precios medios del grupo de gasto de Hortalizas, legumbres y tubérculos.



7. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-

El Índice de Condiciones Monetarias -ICM- es un indicador que se calcula tomando en consideración los cambios que experimentan la tasa de interés y el tipo de cambio respecto a un año base predeterminado. La interpretación del ICM se basa en el concepto de que la relación entre el tipo de cambio y la tasa de interés puede indicar si la política monetaria necesita ser más o menos restrictiva.

Al observar el comportamiento del ICM de diciembre de 2002 a junio de 2003, destaca que la depreciación nominal del tipo de cambio no fue compensada por un aumento en la tasa de interés, dejando implícito que la política monetaria fue expansiva a lo largo del periodo de análisis, lo cual indica que al analizar únicamente el citado indicador, hay espacio para restringir dicha política.



IV. PROGRAMA MONETARIO

A. ACUERDO *STAND-BY* 2003 CON EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL -FMI-

1. Aspectos generales

El 18 de junio del presente año se suscribió el Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el cual tendrá vigencia por un periodo de 9 meses. Dicho acuerdo constituye el respaldo del referido organismo al programa económico del país y es consistente con la estrategia de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia aprobada por la Junta Monetaria para 2003. En ese sentido, el cumplimiento de los compromisos del referido acuerdo apoya la consolidación de la estabilidad macroeconómica, y contribuye a mejorar las expectativas de los agentes económicos, a reducir el riesgo país y a promover la inversión tanto nacional como extranjera, así como a reafirmar el compromiso de las autoridades monetarias y fiscales de mantener políticas económicas consistentes y coherentes durante 2003.

Para el seguimiento y cumplimiento del programa económico, el gobierno adquirió compromisos específicos en las áreas fiscal, monetaria, financiera, externa y de reforma estructural.



En el sector fiscal, el déficit del sector público combinado no debe exceder de 1.7% del PIB, ligeramente por encima de la meta considerada bajo el programa 2002 (1.5%), privilegiando el gasto social.

En el sector monetario, la política monetaria debe continuar orientando sus esfuerzos hacia el control de la inflación y al fortalecimiento de la posición externa del país. En ese sentido, y consistente con la política monetaria vigente, el programa monetario contempla un crecimiento de la emisión monetaria de 8.7% consistente con el crecimiento económico esperado y el objetivo de reducir la inflación a un rango de entre 4% y 6% en 2003; además, se prevé mantener un nivel adecuado de reservas monetarias internacionales netas²⁷ (ganancia de US\$250.0 millones).

En el sector financiero, se contempla continuar con la implementación plena del nuevo marco legal para el sector financiero. En particular, las autoridades del país deber orientar esfuerzos al fortalecimiento del sistema financiero regulado y a la incorporación de las entidades fuera de plaza (*off-shore*) al referido sistema. Lo anterior, con el objetivo de fortalecer el marco institucional dentro del cual se desarrolla el mismo, a fin de propiciar un marco legal ágil y flexible que permita continuar impulsando el fortalecimiento de dicho sector.

En el sector externo el objetivo es mantener el régimen cambiario flexible, en el que el tipo de cambio se determine por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado.

En cuanto a las reformas estructurales, el propósito es introducir cambios tendentes a fortalecer la transparencia y gobernanza en el sector público.

²⁷ El criterio del FMI en cuanto al saldo de las RIN, difiere ligeramente del concepto utilizado en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente, porque excluye, entre otros, el encaje en moneda extranjera de los bancos del sistema.



2. **Cumplimiento de metas monetarias al 31 de marzo y al 30 de junio**

El Acuerdo *Stand-By* suscrito con el Fondo Monetario Internacional para 2003 contiene un conjunto de criterios de desempeño en los sectores monetario y fiscal que deben cumplirse trimestralmente, los cuales, para el primer trimestre del año fueron indicativos.

En ese contexto, el Banco Central debía cumplir con dos criterios de desempeño. El primero se refiere a un piso de reservas monetarias internacionales (RIN) por un monto de US\$2,336.0 millones para el 31 de marzo y de US\$2,730.0 millones para el 30 de junio, y el segundo corresponde a un techo de Activos Internos Netos (AIN) por Q8,430.0 millones para el 31 de marzo y Q12,675.0 millones para el 30 de junio. Es importante mencionar que para el segundo trimestre, ambos criterios de desempeño contemplaban la colocación de Bonos del Tesoro con no residentes por un monto de US\$563.0 millones, situación que al no haberse concretado, hizo necesario realizar un ajuste en dichos criterios, posibilidad que está prevista en el referido programa, por lo que para el referido trimestre las RIN se ajustaron a un piso de US\$2,330.0 millones y los AIN a un techo de Q9,475.0 millones.

Al 31 de marzo, las RIN excedieron la meta en US\$90.0 millones y los AIN se situaron en Q782.0 millones por debajo del techo establecido para los mismos, en tanto que para el 30 de junio, las RIN superaron la meta en US\$122.0 millones y los AIN se situaron por debajo del techo previsto en Q369.0 millones.

En los resultados mencionados contribuyó la posición neta del gobierno central con el Banco de Guatemala, la que se ubicó por debajo del límite máximo en Q1,100.0 millones en el primer trimestre y en Q452.0 millones en el segundo trimestre, aspecto que evidencia el apoyo de la política fiscal a la política monetaria, en el primer semestre del año.

**METAS DEL ACUERDO *STAND-BY* 2003 CON EL FMI**

	PRIMER TRIMESTRE (indicativas)			SEGUNDO TRIMESTRE			DICIEMBRE
	Meta	Observado	Diferencia	Meta	Observado	Diferencia	Meta
RIN (En millones de US\$)	2,247	2,336	90	2,330	2,451	121	2,528
AIN (En millones de Q.)	-8,430	-9,212	-782	-9,475	-9,844	-369	-9,346
Depósitos del Gobierno Central (En millones de Q.)	-3,884	-4,994	-1,110	-5,851	-6,303	-452	-7,384

B. REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO

En la revisión del programa monetario para el resto del año se estima procedente ajustar las metas de las RIN y de los AIN del Banco de Guatemala, en vista de que el programa monetario contemplaba que en el primer semestre de 2003 ingresarían recursos provenientes de la negociación de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por un monto de US\$563.0 millones, de los cuales se colocaron US\$251.0 millones en el mercado doméstico, habiéndose reprogramado la colocación restante para el tercer trimestre. Tomando en cuenta lo indicado, y derivado de la revisión de las otras cuentas del programa monetario²⁸, a continuación se presenta el programa monetario revisado, el cual es compatible con una tasa de crecimiento del PIB real de alrededor de 2.4% y con la meta de inflación de entre 4% y 6%.

²⁸ También se revisó la estimación de la demanda de emisión, según se presenta en el anexo 2, encontrándose que los fundamentos estadísticos utilizados continúan siendo válidos.



**PROGRAMA MONETARIO 2003 DEL BANCO DE GUATEMALA
FLUJOS EN MILLONES DE QUETZALES**

CONCEPTO	I	II	III	IV	TOTAL 2003
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	469	1007	1451	-929	1996
US\$	59	126	181	-116	250
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-990	-717	-2250	2835	-1122
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	341	-1479	-1519	592	-2065
1.1. Gobierno Central	-96	-1309	-1669	592	-2483
1.2. Resto sector público	438	-170	150	0	418
2. Posición con bancos y financieras.	1086	-22	-554	-124	386
2.1. Crédito a bancos y financ.	-53	-1	0	0	-54
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	1139	-21	-554	-124	440
3. Otros activos netos	478	325	294	381	1478
3.1. Gastos y productos	448	183	156	226	1013
3.2. Activos netos no clasificados	29	143	138	155	465
4. Operaciones de mercado abierto	-2895	459	0	0	-2436
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	0	0	-471	1986	1515
III. DEMANDA DE EMISION MONETARIA	-521	290	-798	1906	876

La revisión del programa conlleva, principalmente, el ajuste indicado para el tercer trimestre del año, correspondiente al ingreso de los recursos provenientes de la colocación de Bonos del Tesoro con no residentes. De esa cuenta, se esperaba que en el trimestre indicado, las RIN aumenten en US\$181.0 millones, lo cual permitiría compensar la utilización de RIN prevista para el cuarto trimestre. Cabe enfatizar que la ganancia de RIN del tercer trimestre resulta importante, no sólo porque fortalece la posición externa del país, sino porque financia el gasto del gobierno de manera consistente con el programa monetario para 2003.

Compatible con el aumento de las RIN en el tercer trimestre, se prevé que los AIN del Banco de Guatemala tendrían que disminuir en Q2,250.0 millones. Para ello se esperaba que el gobierno aumente de manera importante sus depósitos en el Banco de Guatemala, contando para el efecto con los recursos provenientes de la referida colocación de Bonos del Tesoro con no residentes y de la mejora estacional en la recaudación tributaria, particularmente en julio.



Consistente con el comportamiento de la demanda de emisión, durante el tercer trimestre sería necesario retirar liquidez por Q471.0 millones, mientras que en el cuarto trimestre sería necesario inyectar liquidez por alrededor de Q2,000.0 millones. Cabe indicar que en el cuarto trimestre, debido a aspectos estacionales, se esperaría que los agentes económicos aumenten su demanda de emisión, por lo que el saldo de las OMAs estaría disminuyendo en Q1,986.0 millones, en ese trimestre. Por último, derivado de lo anterior, se espera que durante el año el saldo de las OMAs aumente en Q921.0 millones, siempre y cuando se mantenga el apoyo de la política fiscal a la política monetaria, previsto en el programa.



Atentamente,

Oscar R. Monterroso S.
Director
Depto. Estudios Económicos

Fernando Danilo Estrada P.
Subdirector
Depto. Estadísticas Económicas

Juan Carlos Castañeda
Director
Depto. Investigaciones Económicas

Edgar Lemus R.
Director
Depto. Cambios e Internacional

Benjamín E. Ruíz E.
Director
Depto. Operaciones de Mercado
Abierto

Gerardo Noel Orozco G.
Asesor III
Asesoría Jurídica

Sergio R. González R.
Subdirector
Depto. Análisis Bancario y Financiero

Carlos Rafael García
Gerente Financiero

F. Estuardo García A.
Secretario

José Alfredo Blanco Valdés
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 18 de julio de 2003.

Mca/owl



ANEXOS



ANEXO 1

PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL

Según el FMI, se espera que la economía mundial en 2003 continúe enfrentando una incertidumbre significativa, a pesar que algunos riesgos han disminuido.

En las economías avanzadas, tanto las políticas como las variables económicas fundamentales son sólidas, por lo que se espera un crecimiento económico vigoroso en el segundo semestre del año²⁹. Al respecto, la actividad económica de las economías avanzadas, en su conjunto, se espera que crezca 1.9%, similar a la observada en 2002 (1.8%).

En el área del euro, aún existen pocos signos de una inminente recuperación en 2003³⁰. La disminución del consumo, la baja producción industrial y un aumento del desempleo apuntan hacia un débil crecimiento. El PIB de los países del área del euro, en su conjunto, se espera que crezca en 1.1%, tasa levemente superior a la alcanzada en 2002 (0.8%).

En Japón se espera que para 2003 se continúe registrando un crecimiento económico lento y una deflación persistente. La combinación de estos dos factores complica la recuperación de préstamos por parte de los bancos japoneses. Adicionalmente es preocupante el rápido aumento de la deuda pública, que en relación al PIB, es la más alta de las principales economías avanzadas³¹. Para este año se prevé que la economía japonesa experimente una tasa de crecimiento de 0.8%, levemente por encima de la observada en 2002 (0.3%).

En contraste, las economías emergentes de Asia, aunque dependen fuertemente del comportamiento de la actividad económica de las economías avanzadas, especialmente de Estados Unidos de América, continúan siendo un

²⁹ Comunicado del Comité Monetario y Financiero Internacional de la Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional. Washington, D. C. 12 de abril de 2003.

³⁰ Kohler, H. Managing Director of the International Monetary Fund. Implementing the Monterrey Consensus. Geneva, June 30, 2003.

³¹ Statement by IMF First Deputy Managing Director, Anne Krueger, in Tokyo. Press Release No. 03/77. June 4, 2003.



ejemplo de sólido crecimiento económico³². En efecto, se espera que dichas economías, en su conjunto, registren un crecimiento económico de 6.0% en 2003. Cabe indicar que, aun cuando en China se espera un vigoroso crecimiento, algunos países de la región serán afectados por una disminución de las remesas familiares y de los ingresos por turismo, así como un menor acceso al mercado internacional de capitales.

Para los países en desarrollo, en su conjunto, se espera un crecimiento económico de alrededor de 5.0% en 2003, lo que supera en 0.4 puntos porcentuales al crecimiento registrado en el año anterior. El crecimiento de las economías en desarrollo de África se espera que aumente, apoyado por el fortalecimiento de las políticas macroeconómicas y mejores precios de sus productos de exportación.

Los países del Medio Oriente parecen haber resistido relativamente bien al conflicto geopolítico³³. Según proyecciones del FMI, en esta región, en su conjunto, se espera un crecimiento del PIB de 5.1%, superior al observado en 2002 (4.5%). En Turquía debido a la rápida finalización de la guerra en Irak y la obtención de financiamiento, se ha logrado restaurar la confianza en la economía³⁴. En Irak se ha iniciado un proceso de reconstrucción y recuperación; además, se ha implementado una política macroeconómica consistente con la estabilidad y el crecimiento económico³⁵.

Según el FMI, en América Latina la perspectiva económica para 2003 dependerá, en buena medida, de la evolución de la economía de Estados Unidos de América. En general, la situación ha mejorado en esta región debido al aumento de las exportaciones netas. En muchos países de América Latina, las exportaciones han excedido las expectativas en los últimos meses. Algunos indicadores financieros en países claves de la región han mejorado desde principios de año. Argentina ha logrado mantener la estabilidad que surgió desde

³² Kohler, H. Managing Director of the International Monetary Fund. Implementing the Monterrey Consensus. Geneva, June 30, 2003.

³³ IMF. Transcript of a Press Briefing by the Managing Director, Mr. Horst Köhler. Dubai, United Arab Emirates, June 6, 2003.

³⁴ IMF. Mission for the Fifth Review Under Turkey's Stand-by Arrangement Concludes Its Visit. Press Release No. 03/78, June 4, 2003.

³⁵ IMF Managing Director Notifies Executive Board of Plan for a Fact-Finding Mission to Iraq. Press Release No. 03/76. May 30, 2003.



finales del año pasado, mejorando sustancialmente su situación macroeconómica de corto plazo, la que proporcionará una base para que el gobierno realice una serie de reformas estructurales que apoyen el crecimiento sostenido. En Brasil, la apreciación de la moneda ha ayudado a revertir en gran medida la presión inflacionaria. Se espera que para este año la tasa de crecimiento del PIB real de Brasil aumente ligeramente. En Ecuador, el nuevo gobierno ha implementado una serie de medidas para encauzar la economía hacia un crecimiento sostenible con dolarización. En México y en Chile se espera un fuerte crecimiento económico apoyado por políticas macroeconómicas sólidas y su alto grado de integración con la economía mundial³⁶. En general, según el FMI, se espera que América Latina y el Caribe para este año alcancen una tasa de crecimiento del PIB de 1.5% (-0.1% en 2002).

La proyección de crecimiento de las economías en transición, en su conjunto, para 2003 es de 4.0% (4.1% en 2002). Los países de Europa Central y del Este, candidatos a formar parte de la Unión Europea, se espera que superen el desempeño de 2002. Sin embargo, la perspectiva de crecimiento de estos países depende de la evolución de la economía de Europa Occidental y del crecimiento económico de Estados Unidos de América, ya que las exportaciones de esos países tienen como principales destinos a tales mercados.

En los países en transición de la Comunidad de Estados Independientes se espera un débil crecimiento para 2003, así como poco avance en las reformas estructurales, lo que desalentará la inversión. En Rusia se espera que el crecimiento del PIB sea similar al alcanzado en 2002 (4%), apoyado por un alto consumo privado, un fuerte crecimiento de las exportaciones y una reducción gradual de la inflación³⁷.

³⁶ Singh, A. Director of the Western Hemisphere Department, International Monetary Fund. Latin America and the Caribbean: Building a Sustainable Recovery. Miami, May 2, 2003.

³⁷ IMF Country Report No. 03/147. Russian Federation: Financial System Stability Assessment. May 2003.



Riesgos de una deflación mundial*

Debido a los descensos en los mercados bursátiles mundiales observados en los últimos años, al aumento de las brechas de producción y al deterioro de la confianza empresarial y de los consumidores, en los últimos meses ha aumentado la inquietud respecto a la deflación tanto en los países industriales como en los mercados emergentes. Dado que Japón ya registra una deflación y que China y varias economías de Asia sufren presiones deflacionarias, preocupa que éstas puedan intensificarse e incluso extenderse a otros países. La principal inquietud es que el descenso temporal de los precios termine en una espiral deflacionaria sostenida y autoalimentada. Y, como las tasas de interés nominales no pueden reducirse por debajo de cero, la eficacia de la política monetaria podría verse limitada, escenario que preocupa cuando el producto está disminuyendo. ¿Por qué preocupa la deflación? La historia demuestra el precio que hay que pagar por la deflación. El caso más extremo de una espiral deflacionaria fue la deflación mundial y la catastrófica caída de la actividad económica a finales de los años veinte y principios de los treinta del siglo XX.

Los riesgos de deflación a escala mundial son relativamente bajos, aunque existe el riesgo de una intensificación en Japón y, en menor medida, en Alemania. En otras economías asiáticas, como Hong Kong y Taiwán, existe el peligro de que se intensifique la deflación. En China, el sólido crecimiento y las medidas de estímulo significarán probablemente que las presiones deflacionarias continúen atenuándose a lo largo del año; sin embargo, otros factores de largo plazo, como la expansión de la capacidad y el exceso de mano de obra, podrían seguir incidiendo en los precios. En la zona del euro, los riesgos de deflación parecen bajos en todos los países grandes, salvo en Alemania, donde existe un entorno macroeconómico débil, grandes y crecientes brechas de producción, elevado desempleo y tensiones en el sector financiero. En Estados Unidos de América, a pesar de que todavía se arrastran los efectos del estallido de la burbuja de las cotizaciones bursátiles, el riesgo de deflación parece bajo, debido a la reducción esperada de la brecha de producción, al alivio proporcionado por la reciente depreciación del dólar estadounidense, a la resistencia del sector financiero, a la posibilidad de aplicar una política de estímulo y a la voluntad explícita de las autoridades de tomar medidas preventivas. La transmisión de la deflación a otras regiones es remota, pero las autoridades deben mantenerse en alerta ante el peligro de perturbaciones contractivas del exterior.

Lo mejor que pueden hacer las autoridades para enfrentarse a este problema es evitar que se desencadene la deflación, dado que una vez arraigada, se torna mucho más difícil de solucionar porque las relaciones tradicionales entre la política y las variables económicas pueden verse alteradas.

FMI BOLETÍN. Resumen del Foro Económico del FMI. Volumen 32, Número 11, 23 de junio de 2003 (p. 169-172).



ANEXO 2

CONSIDERACIONES SOBRE LA DEMANDA DE EMISIÓN EN GUATEMALA

I. INTRODUCCION

La emisión monetaria constituye una de las principales variables indicativas en el seguimiento de la política monetaria del Banco de Guatemala, ya que su comportamiento tiene consecuencias directas en el nivel general de precios. Una de las características de esta variable es que su estacionalidad y tendencia permiten predecirla adecuadamente, lo cual es un factor que facilita programar su comportamiento conforme a un corredor que pueda englobar los posibles cambios que podrían generarse en la demanda de emisión de la moneda nacional. Dada la relativa importancia de ésta variable, el presente anexo tiene como objetivo analizar la consistencia de los parámetros utilizados para su estimación.

Por consiguiente, en la Sección II se expone el marco teórico relativo a los aspectos conceptuales sobre la emisión monetaria, así como los factores que determinan el equilibrio entre la oferta y la demanda de dicha variable. En la Sección III se expone la metodología actual utilizada para llevar a cabo el pronóstico de la emisión monetaria. En la Sección IV se desarrolla la forma cómo se llevó a cabo el pronóstico de la demanda de emisión monetaria para 2003. En la Sección V se realiza la comprobación empírica de la metodología actual de estimación de la demanda de emisión monetaria. Finalmente, en la Sección VI se presentan las conclusiones.

II. ASPECTOS TEÓRICOS

La economía contemporánea demanda de los bancos centrales el alcanzar y preservar la estabilidad en el nivel general de precios, ya que ésta es una condición indispensable para promover el crecimiento económico que, a su vez, sustente un desarrollo integral de la sociedad.

Lo anterior significa que la autoridad monetaria tiene que estructurar sus procedimientos operativos para alcanzar dicho objetivo fundamental en forma eficiente y eficaz. En tal sentido, la elección de una determinada tasa de inflación



implica, asimismo, la elección de una variable intermedia que posibilite al banco central alcanzar la tasa de inflación elegida.

La elección eficiente de una variable intermedia pretende, fundamentalmente, que la gestión monetaria coadyuve a alcanzar tanto la estabilidad en el nivel general de precios como el buen desempeño de la economía; es decir, que la economía doméstica no experimente ni exceso de liquidez, que pudiese derivar en un proceso inflacionario, ni falta de liquidez que pudiera propiciar deflación y, por ende, desempleo.

En tal sentido, dentro de la programación monetaria del banco central se considera a la emisión monetaria como la variable intermedia que sirve de guía para alcanzar la estabilidad en el nivel general de precios. Es por esto que la autoridad monetaria debe asignarle a dicha variable una tasa de crecimiento que sea congruente con la tasa de inflación y con el crecimiento económico previsto; sin embargo, cabe indicar que el comportamiento de la emisión monetaria, al igual que el de cualquier variable intermedia (por ejemplo el tipo de cambio, la tasa de interés o los medios de pago), está influenciada por factores exógenos a la autoridad monetaria, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda.

El hecho de que la emisión monetaria esté influenciada, como se indicó, por la oferta y la demanda, implica que el desempeño del banco central en el cumplimiento de su objetivo fundamental debe orientarse, básicamente, a lograr que en el mercado monetario se alcance la igualdad entre la oferta y la demanda de emisión monetaria. Cabe indicar que la correspondencia entre la oferta y la demanda de emisión monetaria es fundamental para evitar que la política monetaria genere distorsiones como, por ejemplo, altas y variables tasas de inflación, un alto e insostenible costo de la política monetaria, una alta volatilidad de la tasa de interés de corto plazo y aumento del desempleo.

A. La Oferta de Emisión Monetaria

En la práctica, el banco central, en la determinación de la oferta de emisión monetaria debe considerar básicamente la influencia de los factores siguientes: a) la evolución de las reservas monetarias internacionales netas; b) el



comportamiento de los depósitos del sector público en el banco central; c) el nivel de encaje de los bancos del sistema; y, d) el monto de operaciones de mercado abierto.

1. Reservas monetarias internacionales netas. Cuando existe un sistema de tipo de cambio flexible, el nivel de reservas monetarias internacionales es una variable endógena, debido a que dicho nivel depende del resto de operaciones monetarias que realice el banco central. Por ejemplo, cuando se presenta un ingreso de capitales que podría generar volatilidad en el tipo de cambio, la autoridad monetaria puede adquirir parte de esos recursos foráneos, lo que implica que el nivel de emisión monetaria deberá aumentar. El resultado de esta operación es un aumento tanto en la emisión monetaria como en las reservas monetarias internacionales; lo contrario ocurriría cuando se presenta una salida de capitales.
2. Depósitos del sector público en el banco central. La coordinación de las políticas monetaria y fiscal demanda que el sector público administre sus depósitos en el banco central en congruencia con el crecimiento de la emisión monetaria establecida por la autoridad monetaria, ya que el retiro no programado de dichos depósitos puede generar exceso de liquidez en la economía, poniendo en riesgo el cumplimiento del objetivo de estabilidad en el nivel general de precios, aspecto que induce al banco central a incrementar sus operaciones de mercado abierto, lo que se traduce en un mayor costo de la gestión monetaria.
3. Encaje de los bancos del sistema. El incremento del encaje bancario puede propiciar una disminución de la oferta de emisión monetaria, lo cual podría propiciar una alta volatilidad en la tasa de interés de corto plazo y, por consiguiente, variabilidad de la demanda de dinero de los agentes económicos.



B. La Demanda de Emisión Monetaria

La demanda de emisión está determinada por el comportamiento de los agentes económicos, los cuales demandan efectivo por tres motivos: a) motivo transacción; b) motivo precaución; y, c) motivo especulación.

1. **Motivo transacción.** Este es el motivo más directo para demandar emisión monetaria y se deriva de la función básica que tiene el dinero como medio de intercambio. En tal sentido, el motivo transacción guarda una relación positiva con el nivel de ingreso; es decir, a mayor ingreso se demanda más dinero por dicho motivo. Adicionalmente, el motivo transacción está influido por el comportamiento de los precios internos, lo que significa que si la tasa esperada de inflación aumenta, la demanda de emisión real disminuirá debido a que los agentes económicos tenderán a realizar un mayor número de transacciones en el presente, con el fin de evitar la erosión futura de sus recursos.
2. **Motivo precaución.** Este motivo guarda una relación inversa con la tasa de interés pasiva del sistema bancario. Esto significa que si cae dicha tasa de interés, la demanda de emisión monetaria por motivo precaución debe aumentar, debido a que el costo, en términos de intereses perdidos, de mantener una mayor cantidad de saldos reales disminuye. Por el contrario, cuando aumenta la tasa de interés pasiva, los agentes económicos podrían experimentar una mayor pérdida de intereses si mantienen más recursos en sus bolsillos, lo que induce a que la demanda de dinero se reduzca. Asimismo, cuando aumenta la incertidumbre, la demanda de dinero para precaución debe aumentar, ya que el público preferirá mantener mayores recursos para enfrentar cualquier contingencia. En el caso de mejoras en la tecnología financiera, la demanda de dinero debe disminuir, debido a que los agentes económicos pueden obtener recursos en forma inmediata para cubrir cualquier contingencia.



3. Motivo especulación. La demanda de emisión monetaria por motivo especulación y la tasa de interés tiene una relación inversa. Esto se debe a que una reducción muy pronunciada de la tasa de interés inducirá a los agentes económicos a mantener una mayor cantidad de saldos reales a la espera de un aumento en la tasa de interés y, de esta forma, obtener una ganancia de capital en el futuro. Cabe indicar que un aumento en el diferencial de la tasa de inflación interna con respecto a la tasa de inflación externa y, por ende, un aumento en la tasa de depreciación esperada del tipo de cambio tenderá a aumentar la tasa esperada de interés, por lo que la demanda de dinero por motivo especulación aumentará en el presente.

La disciplina monetaria implica que la actuación del banco central debe circunscribirse a mantener la emisión monetaria dentro de la trayectoria de demanda de emisión monetaria trazada en el programa monetario, por lo que debe estar atento a corregir los desvíos de la emisión que se presenten durante la ejecución de dicho programa, ya que con esto no sólo se garantiza el cumplimiento del objetivo fundamental, como lo es la estabilidad en el nivel general de precios, sino que se influye positivamente en las expectativas de los agentes económicos mediante el fortalecimiento de la credibilidad de la gestión monetaria, aspectos que inciden favorablemente en las decisiones de producción, consumo y ahorro.

III. COMPROBACIÓN EMPÍRICA DE LA ESTIMACIÓN DE LA DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA PARA 2003

La metodología para llevar a cabo la proyección anual de la emisión monetaria se basa en el enfoque econométrico de series de tiempo. De acuerdo a este enfoque, una serie económica puede ser desagregada en dos componentes: a) un componente tendencial; y, b) un componente cíclico o estacional. El componente tendencial se refiere a la tasa de crecimiento interanual de una variable, y en el caso de la emisión monetaria, ésta se obtiene a través del



uso de la Teoría Cuantitativa del Dinero, ajustada por el multiplicador de los medios de pago.

En el contexto descrito a continuación se lleva a cabo un análisis de consistencia econométrica de los parámetros utilizados para proyectar la demanda de emisión contenida en el programa monetario que sustenta la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2003, con el propósito de verificar si cada uno de ellos sigue siendo válido para explicar el comportamiento de la emisión monetaria durante el presente año.

- **Componente Tendencial**

En el caso del PIB, se elaboró un análisis de crecimiento tendencial a través de la implementación del Filtro de Hodrick-Presscott para el periodo 1950-2002. La serie fue descompuesta en un componente tendencial y un componente cíclico. Cada parte se identificó con un modelo ARIMA, el cual se utilizó para obtener el pronóstico para 2003. En efecto, la tendencia fue identificada por medio de un modelo ARIMA(3,2,0), mientras que el ciclo fue identificado con un modelo ARIMA(2,0,0). Cabe indicar que la tasa de crecimiento del PIB para 2003 es equivalente a la tasa de crecimiento de la tendencia y del ciclo para el mismo periodo, por lo que la misma se valida.

Para el caso de la inflación, se pronóstico que para finales de 2003, la tasa de crecimiento del índice general de precios fuera la tasa promedio de la meta estimada para dicho año. Dado que se prevé que la tasa de inflación para 2003 fluctúe entre 4% y 6%, entonces la tasa utilizada para pronosticar la emisión fue de 5%.³⁸

La tasa de crecimiento de la velocidad de circulación del dinero, con excepción de algunos periodos atípicos causados por innovaciones financieras o por desequilibrios macroeconómicos, es generalmente estacionaria; es decir, que

³⁸ La elección de la meta de inflación de entre 4% y 6% pretende que en 2003 la gestión monetaria se tome en un factor coadyuvante del buen desempeño de la economía. En este sentido, si se hubiera elegido como meta una tasa de inflación menor, esto podría haber generado una insuficiencia de liquidez en la economía que impediría que la oferta monetaria fuera compatible con el crecimiento económico esperado, con el consiguiente efecto inhibitor en dicho crecimiento y en la generación de empleo. Por otra parte, si se hubiera elegido una tasa mayor de inflación, ello podría haber sido contraproducente no solo por las severas distorsiones inherentes a las tasas de inflación elevadas, sino que podría haber propiciado innecesariamente una mayor apreciación del tipo de cambio real, lo que iría en detrimento de la competitividad de las exportaciones nacionales en los mercados internacionales.

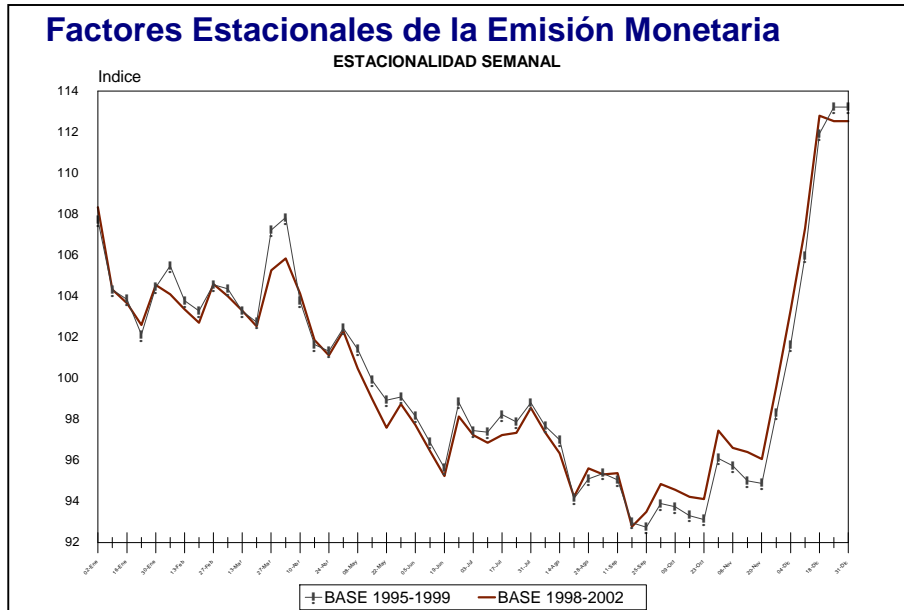


fluctúa alrededor de una media constante a través del tiempo. Esto implica que las desviaciones de la velocidad de circulación del dinero con respecto a su promedio histórico, usualmente son de carácter temporal. Para comprobar dicha hipótesis se utilizó la prueba de estacionariedad de Dickey-Fuller Aumentada para el periodo 1980-2002. En efecto, de acuerdo a los resultados de dicha prueba, con un nivel de significancia del 5%, no se puede rechazar la hipótesis de estacionariedad en la serie. Esto implica que la tasa de variación de la velocidad de circulación del dinero fluctúa alrededor de una media constante. Por consiguiente, resulta consistente utilizar como valor proyectado de dicha serie para 2003 el valor esperado (promedio) de la misma, tal y como se hizo en la estimación de la demanda de emisión monetaria para ese año.

Una prueba similar se llevó a cabo para el multiplicador de los medios de pago totales, y las conclusiones fueron robustas. Por consiguiente, es estadísticamente consistente utilizar el valor esperado de dicho multiplicador como valor proyectado para 2003 y, por lo tanto, se valida el procedimiento utilizado en el programa monetario 2003.

- **Componente Estacional**

Por su parte, es necesario indicar que los factores estacionales alrededor de los cuales fluctúa la demanda de emisión monetaria se han mantenido relativamente constantes a lo largo de los años. La siguiente gráfica ilustra la comparación de los factores estacionales calculados para el período 1995-1999 y para el periodo 1998-2002.



Como se ilustra en dicha gráfica, los factores estacionales no han variado significativamente durante los dos periodos mencionados, lo que indica que la demanda de emisión monetaria de los agentes económicos no ha cambiado significativamente. En consecuencia, los factores cíclicos utilizados para estimar la demanda por emisión monetaria para 2003 también son estadísticamente válidos.



Referencias Bibliográficas

- Monge Alvarado, Olga y Jiménez Chacón, Enrique. Costa Rica: Estimación de Una Función de Demanda Mensual por Emisión Monetaria (1990-1995). Banco Central de Costa Rica, Abril de 1996.
- Banco Central de Reserva del Perú. Programa Monetario para el año 2002, Perú enero de 2002.
- Banco Central de Reserva del Perú. Evolución del crédito al sector privado del sistema financiero. Perú, abril de 2002.
- Kim, Jinill. Constructing and estimating a realistic optimizing model of monetary policy. Journal of Monetary Economics. Virginia, Charlottesville, USA. Marzo de 1999.
- Della Maggiore, Guido. Variabilidad de la velocidad de circulación. Seminario de Integración y Aplicación, Universidad Torcuato Di Tella. República de Argentina, diciembre de 2001
- Banco de Guatemala. Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia: Evaluación a Noviembre de 2002 y Propuesta para 2003. Banco Central de Guatemala. Diciembre de 2002.