

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A MARZO DE 2005

I. MARCO GENERAL

La Junta Monetaria, en resolución JM-160-2004 del 29 de diciembre de 2004, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, diseñada para continuar con el proceso de adopción plena de un esquema de metas explícitas de inflación y orientada a consolidar la estabilidad y confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras. En este sentido, el objetivo fundamental de la referida política se especificó como una meta de inflación para fin de año establecida en un rango de entre 4% y 6%, así como el mantenimiento de dicho rango para los doce meses subsiguientes.

En la determinación de la política monetaria para 2005, se consideró que ésta estaría condicionada, en el orden interno, por la continuación de la coordinación con la política financiera del Estado, en el marco del cumplimiento de las metas fiscales determinadas para 2005, las cuales son consistentes con los esfuerzos de estabilidad macroeconómica que realiza el país (déficit fiscal menor a 2% del PIB); por la consolidación de la implementación de la legislación financiera; y, por la suscripción para 2005 de un Acuerdo *Stand-By* con el Fondo Monetario Internacional y, en el orden externo, por la persistencia de diversos fenómenos económicos que podrían incidir en su efectividad, como el ajuste del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos de América; los flujos de capital y la política monetaria de ese país; el comportamiento del precio internacional del petróleo; y, la evolución del crecimiento económico de la República Popular China.

En el contexto anterior, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 contiene los principios, los instrumentos y las medidas que la hacen coherente con los esfuerzos de avanzar en la adopción de un esquema monetario completo de metas explícitas de inflación, que consiste en fundamentar dicha política en la elección de la inflación como el ancla nominal de la economía, en un régimen de tipo de cambio flexible, en la realización de las operaciones de estabilización monetaria privilegiando las decisiones del mercado, así como en el perfeccionamiento de la transparencia de las actuaciones del Banco Central, todo lo cual permitirá continuar consolidando la



estabilidad y confianza en las principales variables macroeconómicas y financieras.

II. ASPECTOS CUALITATIVOS

Inflación. Durante el primer trimestre del año, el ritmo inflacionario, en el marco de la ejecución de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, se desaceleró 0.46 puntos porcentuales, al pasar de 9.23% en diciembre de 2004 a 8.77% en marzo de 2005.

Cabe enfatizar que el comportamiento descrito sigue a la aceleración del ritmo inflacionario que se registró en 2004, al pasar de 5.85% en diciembre de 2003 a 9.23% en diciembre del referido año, como consecuencia, fundamentalmente, del alza en el precio internacional del petróleo. En este sentido, cabe indicar que según los cálculos de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, la inflación importada empezó a aumentar a partir de marzo de 2004, habiendo tenido sus mayores incidencias en los meses de mayo, septiembre, octubre y noviembre de ese año, cuando las inflaciones intermensuales fueron de 0.83%, 0.78%, 0.98% y 0.99%, respectivamente. Con esta información, un escenario base; es decir, que considere que las condiciones monetarias y los eventos externos e internos que afectan a la política monetaria no variarán durante el resto de 2005, sugiere que el ritmo inflacionario continuará desacelerándose, hasta converger al límite superior del rango previsto de inflación por la autoridad monetaria (4% - 6%)¹; sin embargo, no debe perderse de vista que el balance de riesgos de inflación mejoró menos de lo esperado durante el primer trimestre del año, por lo que la autoridad monetaria deberá mantenerse atenta a sus condicionantes externos e internos, a fin de tomar las medidas de política necesarias que permitan cumplir con la meta de inflación fijada para fin de año y los doce meses subsiguientes.

Por su parte, el ritmo inflacionario subyacente también mostró una tendencia hacia a la desaceleración, al pasar de 8.41% en diciembre de 2004 a 7.87% en marzo de 2005 -disminución de 0.54 puntos porcentuales, mayor que la del IPC total-, lo que sugiere que los ajustes de la tasa de interés de las operaciones de mercado abierto implementados en 2004 y febrero de 2005, así

¹ Las estimaciones econométricas del Banco Central sugieren que para fin de año el ritmo inflacionario podría ubicarse en 5.72%.



como la reducción y eliminación de los excedentes de emisión primaria observados a finales del año pasado han empezado a incidir en el comportamiento de dicha variable.

En cuanto a las condicionantes externas de la política monetaria, se observó que en el primer trimestre del año, si bien no varió la expectativa de crecimiento económico mundial², los eventos observados denotan que el mismo se sustenta ahora de manera más importante en el crecimiento económico tanto de los Estados Unidos de América, principal socio comercial del país, que se estima registrará una tasa de crecimiento económico de 3.7% (proyección de 3.6% a finales de 2004), como de la República Popular China, país en el que, no obstante las medidas de restricción macroeconómica, el dinamismo económico se mantiene fuerte. Estos eventos, aunados al desempeño favorable del resto de socios comerciales del país, permiten prever que la economía nacional crecerá al ritmo proyectado a finales del año pasado (3.2%), consistente con la estimación de la demanda de emisión primaria esperada para 2005. Por su parte, en el orden interno, ha sido importante el apoyo brindado por la política fiscal a la política monetaria, mediante el mantenimiento de un nivel de depósitos en el Banco de Guatemala por encima de lo programado; el comportamiento desmonetizante del resto del sector público; y, la formación de expectativas positivas de crecimiento económico por parte de los agentes económicos, derivada no sólo del citado comportamiento de la economía global, sino también de la consolidación de la gestión gubernamental.

No obstante lo indicado, no debe perderse de vista que todavía existen riesgos que pueden afectar el desempeño de la política monetaria durante el resto del año. **En primer término**, cabe indicar que a partir de enero del presente año el precio internacional del petróleo volvió a repuntar, ubicándose y estabilizándose alrededor del nivel observado en octubre de 2004 -que fue el más alto registrado en dicho año-. Con este comportamiento, las expectativas para el resto del año son de precios mayores a los previstos en diciembre del año pasado. Cabe indicar que si bien los niveles esperados del precio internacional del petróleo aún son compatibles con poder alcanzar el límite

² La proyección de crecimiento económico mundial se mantuvo en 4.3%, igual a la proyectada a finales de 2004.



superior del rango de inflación previsto por la Junta Monetaria para fin de año³, todavía existe mucha volatilidad en los mismos. En este sentido, los expertos internacionales en la materia estiman que aunque con una probabilidad sumamente baja, existe el riesgo, en escenarios pesimistas, que dichos precios aumenten a niveles más altos: esto es así porque la brecha entre la oferta y demanda del crudo es muy reducida, y considerando que la producción del mismo está a un punto cercano de saturación de la capacidad instalada, cualquier shock de oferta haría que el precio aumentara, por lo que se deberá poner atención a la evolución de la referida variable, a fin de tomar las medidas de política necesarias para coadyuvar a mantener la estabilidad en el nivel general de precios. **En segundo término**, hay que tomar en cuenta que las expectativas de inflación de los analistas económicos del sector privado todavía estiman que el ritmo inflacionario para fin de año podría ubicarse por encima de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria, lo que también sugiere mantener la disciplina monetaria.

Ejecución de la Política Monetaria. Durante el primer trimestre de 2005, la gestión de la política monetaria se orientó a tomar las medidas que permitieran coadyuvar a la desaceleración del ritmo inflacionario. En este sentido, por un lado, con el fin de aplacar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos, el 18 de febrero el Comité de Ejecución decidió un aumento moderado de la tasa de interés líder de la política monetaria -correspondiente a CDPs a 7 días plazo- al incrementarla de 2.55% a 2.75%. Asimismo, con el fin de aumentar la efectividad de la política monetaria, y de conformidad con los lineamientos de Junta Monetaria, se adoptaron acciones para mejorar sus procedimientos operativos, consistentes con avanzar en el proceso de adopción de un esquema monetario completo de metas explícitas de inflación (*Inflation Targeting*). En este sentido, se estableció que a partir del 24 de enero la tasa de interés correspondiente al plazo de 7 días, el cual se opera únicamente en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores, sería la tasa de interés líder de la política monetaria⁴, por ser

³ Con la última información disponible en relación a los precios del petróleo, las proyecciones econométricas del Banco Central sitúan, como se indicó, el ritmo inflacionario para fin de año en 5.72%.

⁴ A partir de la fecha indicada la orientación de la política monetaria se refleja en el comportamiento de dicha tasa: el Banco Central la aumenta cuando la consecución de la meta de inflación está en riesgo o la disminuye cuando hayan riesgos de deflación.



ésta la que más influencia ejerce sobre el comportamiento de la inflación. Asimismo, se acordó que a partir del 31 de enero se redujera la frecuencia de las licitaciones de cinco a tres por semana, estableciéndose cupos de captación para cada plazo en función de las estimaciones de neutralización de liquidez; y, el 28 de febrero el plazo de CDPs a 28 días, que junto con el plazo de CDPs a 7 días eran los únicos que se operaban en el MEBD y en las bolsas de valores, se trasladó al mecanismo de licitaciones, al cual también se le estableció un cupo determinado. En cuanto al mercado cambiario, el 17 de enero se estableció que el Banco de Guatemala participara en el mismo aplicando una regla explícita, a fin de eliminar la discrecionalidad de sus participaciones y reducir la volatilidad del tipo de cambio, sin modificar su tendencia. Al aplicar dicha regla, el Banco de Guatemala compró US\$198.5 millones entre enero y marzo de 2005.

Como consecuencia de lo anterior, las *reservas monetarias internacionales netas*, al 31 de marzo, se situaron en US\$3,663.5 millones, monto superior en US\$135.5 millones al nivel registrado al 31 de diciembre de 2004 y que representa 5.3 meses de importaciones de bienes y 5.2 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año, indicadores que denotan la solidez de la posición externa del país.

Es importante puntualizar que el fortalecimiento de las reservas monetarias internacionales incide favorablemente en las expectativas de los agentes económicos tanto nacionales como foráneos. A nivel interno, dicha fortaleza coadyuva a estabilizar la demanda de dinero doméstico y a reducir la sustitución monetaria y la dolarización de pasivos en el sector financiero, aspectos que, a su vez, fortalecen la efectividad de la política monetaria para cumplir con su objetivo fundamental, cual es promover la estabilidad en el nivel general de precios.

Un alto nivel de reservas monetarias internacionales genera un efecto positivo sobre las expectativas de los agentes económicos foráneos, al propiciar una reducción de la prima por concepto de riesgo macroeconómico que normalmente se adiciona a la tasa de interés en las transacciones realizadas por el país en los mercados financieros internacionales. Esto es posible, porque dicho nivel de reservas fortalece la sostenibilidad del déficit de



la cuenta corriente de la balanza de pagos nacional y, además, es un indicio de una adecuada capacidad de pago del país.

En materia de *tipo de cambio*, éste continuó con la trayectoria de apreciación que se viene registrando desde abril de 2004, al pasar de Q7.75 por US\$1.00 el 30 de diciembre de 2004 a Q7.59 por US\$1.00 el 31 de marzo de 2005. En este sentido, debe indicarse que el referido comportamiento se da, por una parte, en el contexto del fenómeno mundial de depreciación del dólar de los Estados Unidos de América, derivado del relajamiento de la política fiscal y monetaria que dicho país aplicó en el pasado reciente; y, por la otra, como consecuencia de que existe un ingreso de capitales que se viene registrando, asociado, principalmente, a diferenciales entre las tasas de interés domésticas y las foráneas.

Tasas de Interés y Crédito al Sector Privado. En lo relativo a las tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado en moneda nacional del sistema bancario, durante el primer trimestre continuaron con su tendencia estable, al pasar de 13.50% y 4.54% el 31 de diciembre de 2004 a 13.51% y 4.56% el 31 de marzo de 2005, respectivamente. Por su parte, la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto se ha mantenido, en promedio, en 3.2% anual.

En lo que concierne al crédito bancario al sector privado, al 31 de marzo éste exhibió una tasa de crecimiento interanual de 16.8%, la cual se ubica dentro del rango previsto para esa fecha, de conformidad con la estacionalidad de la variable.

Situación de las Finanzas Públicas. Al 31 de marzo de 2005, de conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, se observó un déficit fiscal de Q673.6 millones (superávit fiscal de Q163.8 millones a marzo de 2004). Este resultado obedece a la reducción de los ingresos totales en Q94.2 millones (1.9%) y al incremento del gasto público en Q743.2 millones (15.2%), ambos respecto a marzo de 2004.

Por último, cabe indicar que es de fundamental importancia que durante el resto del año se continúen realizando los esfuerzos para consolidar la estabilidad macroeconómica, ya que ésta contribuye a crear un ambiente de certidumbre y confianza para que los agentes económicos tomen decisiones



adecuadas en materia de inversión, consumo y ahorro, factores que son fundamentales para propiciar el crecimiento y desarrollo ordenado de la economía nacional.

III. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR REAL

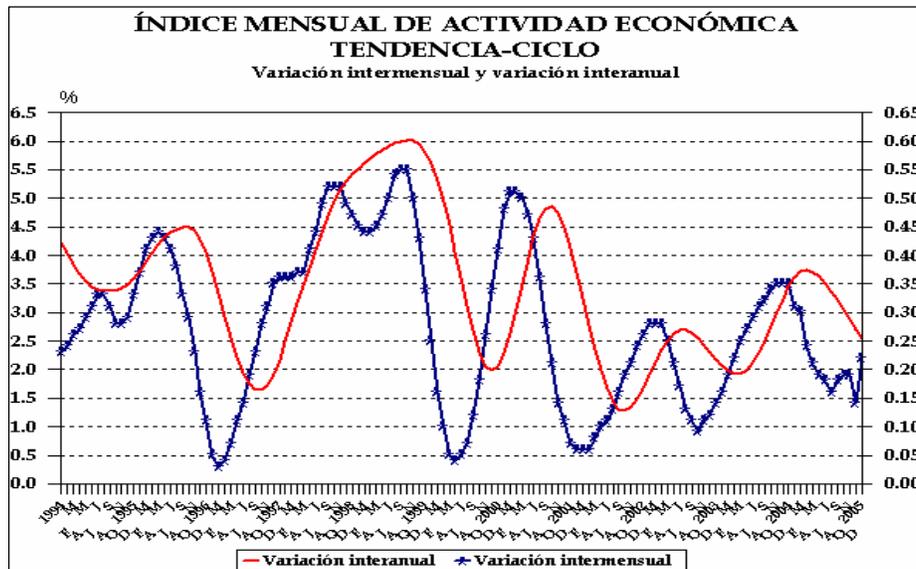
1. La actividad económica para 2005

Para 2005 se estima que la actividad económica, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 3.2%, tasa superior a la de 2004 (2.7%). Este comportamiento previsto en la actividad económica se fundamenta, en parte, en un entorno externo favorable, derivado de la evolución prevista de los principales socios comerciales del país, en especial, del crecimiento esperado en la economía del socio principal, los Estados Unidos de América⁵. En el orden interno, la actividad económica estaría apoyada por el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, basada en la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, así como por la mejora en las expectativas de los agentes económicos, derivadas de la consolidación de la gestión gubernamental.

En cuanto al índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-⁶, cabe indicar que su índice de tendencia-ciclo, con cifras a enero de 2005, viene mostrando un comportamiento decreciente desde mayo de 2004; sin embargo, la desaceleración que recientemente muestra dicha reducción sugiere que esa tendencia podría estar llegando a su fin. Consistente con ello, cabe indicar que la evolución presentada por la variación intermensual del índice de tendencia-ciclo del IMAE, que es una señal anticipada del comportamiento de la variación interanual, no obstante la desaceleración presentada en diciembre de 2004, desde septiembre de 2004 viene mostrando una tendencia al alza.

⁵ De acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional, en 2004 el PIB de los Estados Unidos de América creció 4.4%, en tanto que se prevé que crezca 3.7% en 2005.

⁶ En Anexo 1 se describe la revisión al IMAE realizada en marzo del presente año, la cual dio origen a una recomposición de las variables que se utilizan para el cálculo del mismo.

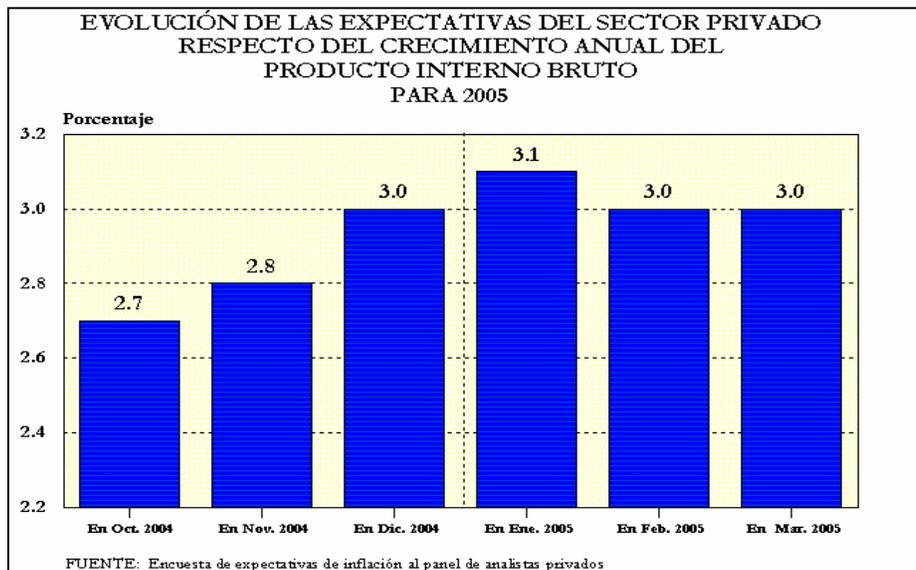


Por otra parte, de acuerdo con la tendencia del Índice de Confianza de la Actividad Económica del panel de Analistas Privados⁷, las expectativas del desempeño de la actividad económica mejoraron en los últimos meses de 2004 y primeros de 2005. En efecto, después de haber caído a 57.14 en octubre de 2004, en noviembre y diciembre de 2004 el referido índice se situó en 67.86 y 66.67, en su orden; mientras que en enero, febrero y marzo de 2005 aumentó a 79.69, 71.43 y 71.88, respectivamente. De acuerdo a los analistas encuestados, la economía del país tendría un mejor desempeño en 2005.

⁷ El Índice de Confianza de la Actividad Económica del panel de Analistas Privados tiene el propósito de medir la percepción de los agentes económicos, tanto sobre la situación económica actual y el ambiente para los negocios, como sobre la evolución económica del país en el futuro próximo. Cabe indicar que las expectativas de expertos nacionales e internacionales de ese sector son recogidas por medio de la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados -EEI-, que desde diciembre de 2003 realiza en forma mensual el Banco de Guatemala, cuyos resultados son publicados en su página de Internet.

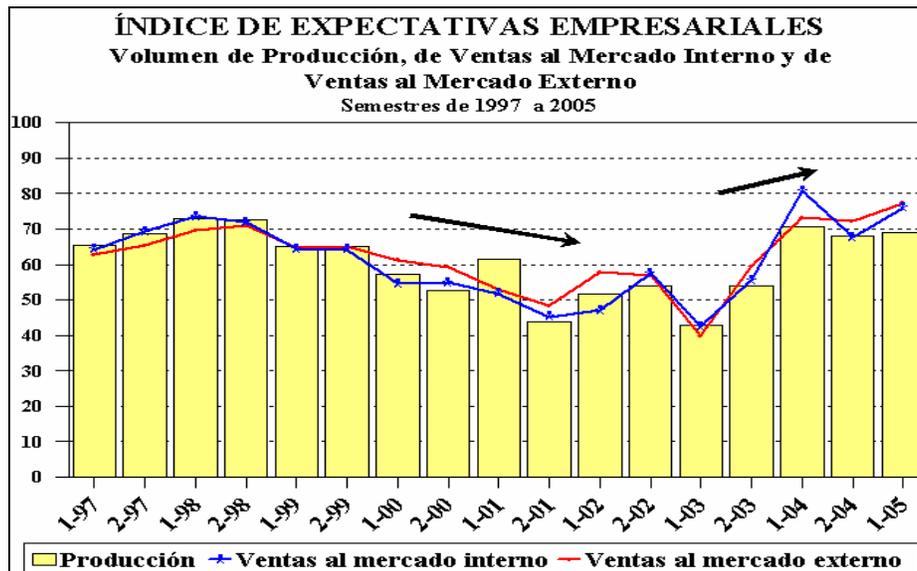


Otro indicador que se deriva de la opinión de los analistas económicos privados, es el relativo a la estimación de crecimiento del producto interno bruto. En ese sentido, dichos analistas prevén que la actividad económica nacional continuará recuperándose en 2005. En efecto, según la Encuesta de Expectativas de Inflación de marzo, el PIB crecería a una tasa de 3.0%, expectativa de crecimiento superior en 0.3 puntos porcentuales al crecimiento de 2004 (2.7%).





En cuanto a los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial⁸ llevada a cabo en febrero y marzo de 2005, el 88.1% de los empresarios manifestó que el volumen de producción aumentará o será igual en el primer semestre del presente año, porcentaje mayor al que se tenía para el mismo período de 2004 (86.9%). En ese sentido, el Índice de Expectativas de Producción⁹ refleja un aumento del porcentaje neto de empresarios que estima que en el primer semestre de 2005 su nivel de producción evolucionará más favorablemente respecto a lo previsto en el segundo semestre de 2004. Asimismo, cabe señalar que de conformidad con la encuesta indicada, similar situación se observa en los índices de expectativas empresariales de ventas al mercado interno y de ventas al mercado externo.



El crecimiento previsto en la actividad económica se fundamenta, entre otros factores, en el comportamiento esperado del sector externo, ya que se prevé un incremento en los volúmenes exportados de los principales productos respecto al año anterior. Asimismo, se espera que para 2005 el valor de las exportaciones totales de bienes, en dólares de los Estados Unidos de América, muestre un crecimiento de 7.3% (12.6% en 2004). Por su

⁸ Realizada a una muestra de 400 establecimientos industriales, de los cuales el 60% son grandes (más de 50 trabajadores), el 22% son medianos (20 a 49 trabajadores) y el 18% son pequeños (5 a 19 trabajadores).

⁹ Porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que en el primer semestre su producción aumentará (49.7%), menos el porcentaje de respuestas de los empresarios que indican que su producción disminuirá (11.9%).



parte, se espera que las importaciones totales muestren un crecimiento, en términos de valor, de 6.6% (13.5% en 2004).

De los indicadores del sector externo, el valor de las exportaciones del *territorio aduanero*¹⁰, en dólares de los Estados Unidos de América, a enero de 2005 muestra un crecimiento de 10.4% respecto a igual período de 2004 (2.9%); en este comportamiento destacan las exportaciones de los principales productos, que en conjunto crecieron 20.0% (-11.9% en 2004); en el caso del café, creció 47.1% (0.1% en 2004); el azúcar varió 33.9% (-46.8% en 2004) y el banano aumentó 22.2% (5.9% en 2004). Por su parte, las exportaciones a Centroamérica crecieron 21.0% (-1.9% en 2004). En lo que se refiere al valor de las exportaciones del *comercio general*¹¹, a enero de 2005, éste registró un incremento de 14.8%, mayor al registrado en igual período de 2004 (1.3%).

Las importaciones del *territorio aduanero*, en dólares de los Estados Unidos de América, a enero de 2005 registran un crecimiento de 9.9% (1.2% a enero de 2004). Es importante resaltar el crecimiento de 8.4% (-9.3% en 2004) en las importaciones de materias primas y productos intermedios, particularmente las destinadas a la agricultura, que variaron 32.9% en enero de 2005 (-45.7% en 2004), así como el crecimiento de 13.2% (2.7% en 2004) en las importaciones de bienes de capital. En cuanto al valor de las importaciones del *comercio general*, a enero de 2005 registraron un aumento de 6.5% (4.6% a enero de 2004).

Por otra parte, en cuanto a los indicadores de corto plazo, con la información que se tiene disponible a la fecha, el índice de ventas de cemento registró a febrero de 2005 un aumento de 12.1% (7.1% en 2004); el de producción de cigarrillos observó un incremento de 122.9% (-18.1% en 2004), el índice de producción de cerveza varió -6.0% (26.7% en 2004); el de producción de bebidas alcohólicas -18.5% (21.7% en 2004); y, el de producción de bebidas gaseosas -24.6% (83.5% en 2004).

En cuanto a la generación de energía eléctrica para consumo interno, a febrero de 2005 se incrementó en 2.1% respecto a igual período de

¹⁰ Se incluyen las operaciones de comercio exterior que se realizan dentro del territorio en el que una aduana ejerce su jurisdicción y que cumplen con las disposiciones de la legislación arancelaria y aduanera nacional.

¹¹ Incluye el comercio del territorio aduanero, el comercio amparado por el Decreto Número 29-89 del Congreso de la República "Ley de Fomento y Desarrollo de la Actividad Exportadora y de Maquila" y el comercio de zonas francas.



2004, al pasar de 1,064.3 miles de MWH a 1,087.0 miles de MWH. En cuanto a la generación para el consumo externo, a febrero del presente año la misma fue de 72.2 miles de MWH (112.9 miles de MWH en igual período de 2004).

El comportamiento de los expedientes inscritos en el Registro Mercantil refleja a febrero de 2005 un crecimiento de 0.2% (12.1% en 2004), mientras que el total de cancelaciones se incrementó en 21.5% (13.6% a igual fecha de 2004), en consecuencia el total de las inscripciones netas se mantuvo estable, ya que a febrero de 2005 muestra una variación de -1.1%.

El consumo de combustibles a febrero de 2005 fue de 3,727.4 miles de barriles, registrando una tasa de variación de -3.5% con relación a igual período de 2004 (0.1% en febrero de 2004).

En conclusión, los resultados de las encuestas y los indicadores disponibles sugieren que puede mantenerse la estimación de crecimiento del PIB (3.2%) para 2005 previsto en la política monetaria.

B. SECTOR EXTERNO

1. La economía mundial

Según el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹², la actividad económica mundial, después de haber observado un crecimiento de cerca de 6% a finales de 2003 y a principios de 2004, durante el resto de este último año observó un crecimiento moderado, debido a una significativa desaceleración en la producción industrial y en el comercio global. Datos más recientes indican, por un lado, que esa desaceleración comenzó a alcanzar su nivel más bajo en el último trimestre de 2004, comportamiento que se va a revertir gradualmente durante el primer semestre de 2005 y, por el otro, que el crecimiento económico continuará siendo apoyado, si bien en menor grado que en el año precedente, por políticas macroeconómicas acomodaticias, por una mejora en los balances de las empresas, por condiciones propicias en los mercados financieros, por un alza gradual en el empleo y por la continuación del sólido crecimiento en la República Popular China; sin embargo, se estima que tal recuperación será moderada, por lo que en 2005 el crecimiento del producto global será menor al alcanzado el año previo. En ese contexto, el FMI indica

¹² Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, abril de 2005.



que persisten riesgos clave que amenazan el crecimiento económico mundial, entre ellos:

- i) La expansión global no es equilibrada, por cuanto continúa dependiendo del desempeño económico en Estados Unidos de América y en la República Popular China. En contraste, el crecimiento en la zona del euro y en Japón no ha tenido el desempeño esperado, debido a la debilidad de la demanda doméstica y al magro desempeño de sus exportaciones. En ese sentido, se indica que si esa situación continúa podrían ampliarse los desequilibrios globales y acrecentar las posibilidades de una significativa desaceleración posterior, en especial si el crecimiento en los Estados Unidos de América y en la República Popular China se debilitara de manera simultánea;
- ii) La posibilidad de un alza brusca en las tasas de interés de largo plazo, en caso se manifestaran condiciones significativamente restrictivas en los mercados financieros, lo que afectaría adversamente la demanda doméstica;
- iii) Los altos precios del petróleo y la vulnerabilidad de dicho mercado a los shocks, lo que continúa siendo una preocupación;
- iv) La ampliación de los desequilibrios globales, en particular debido al continuo aumento de los pasivos externos netos de Estados Unidos de América, lo cual ha influido en la depreciación adicional del dólar estadounidense, teniendo como contrapartida los superávits en cuenta corriente en países emergentes de Asia, de Japón, de los países productores de petróleo del Medio Oriente y de la Comunidad de Estados Independientes y, en menor medida, de los países del área del euro;
- v) La amenaza a la estabilidad macroeconómica de mediano plazo que suponen las posiciones fiscales en muchos países, en particular los déficits fiscales de la mayoría de las economías industrializadas; y,
- vi) Las debilidades estructurales que limitan el crecimiento en áreas clave y aumentan la vulnerabilidad ante los shocks, como la necesidad de acelerar la reforma en los mercados laboral y



productivo en el área del euro y el fortalecimiento del clima de inversión en América Latina.

En lo que respecta a la inflación, el FMI indica que dicha variable permanecerá relativamente controlada en las diferentes regiones del mundo, con algunas presiones provenientes de los efectos rezagados de los altos precios del petróleo. En las economías avanzadas se espera que el nivel de la inflación permanezca moderado durante 2005, como resultado de políticas monetarias restrictivas y expectativas inflacionarias generalmente bajo control, aunque el riesgo inflacionario depende de las condiciones del mercado laboral, principalmente, respecto al débil crecimiento de la productividad del trabajo. En los mercados emergentes y países en desarrollo, al igual que el año precedente, se espera que la inflación sea de un solo dígito, aunque la política monetaria, particularmente en algunos países de Asia y de la Comunidad de Estados Independientes, se ha venido complicando debido a las fuertes entradas de capitales.

En el entorno descrito, las proyecciones más recientes del FMI estiman que la actividad económica mundial mostrará en 2005 una tasa de crecimiento de 4.3%, inferior a la registrada el año precedente (5.1%). Asimismo, se calcula que el comercio de bienes y servicios se incrementará aproximadamente en 7.1%, cifra menor al crecimiento de 9.8% mostrado en 2004. En las referidas proyecciones es importante la participación de la expansión económica de Estados Unidos de América, la cual se estima que continuará en el transcurso del presente año y que será de 3.7%, que aun cuando es inferior a la tasa de 4.4% registrada el año anterior, presenta un comportamiento positivo, el cual estaría sustentado en una fuerte demanda doméstica.



**VARIABLES MACROECONÓMICAS RELEVANTES
POR REGIONES Y PAÍSES SELECCIONADOS
AÑOS 2003, 2004 Y EXPECTATIVAS PARA 2005
(Variación Porcentual)**

CRECIMIENTO ECONÓMICO	2003	2004	2005
Economía mundial	3.9	5.1	4.3
Economías avanzadas	2.0	3.4	2.6
Estados Unidos de América	3.0	4.4	3.7
Area del euro	0.5	1.9	1.6
Japón	1.4	2.6	0.8
Economías emergentes de Asia ^{1/}	8.0	8.1	7.5
China	9.3	9.5	8.5
Mercados emergentes y países en desarrollo	6.3	7.1	6.3
África	4.6	5.1	4.9
Medio Oriente	5.8	5.4	5.0
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	2.1	5.5	4.1
Argentina	8.8	8.8	5.5
Brasil	0.5	5.2	3.7
Uruguay	2.5	12.0	5.0
Chile	3.3	6.1	5.9
México	1.3	4.0	3.8
Venezuela	-7.6	18.1	4.6
Costa Rica	6.5	4.2	3.2
El Salvador	1.8	1.5	2.5
Guatemala ^{2/}	2.1	2.7	3.1
Honduras	3.5	4.2	4.0
Nicaragua	2.3	4.0	3.5
Europa Central y del Este	4.6	6.1	4.7
Comunidad de Estados Independientes	7.9	7.8	6.4
INFLACIÓN			
Economías avanzadas	1.8	2.0	2.1
Estados Unidos de América	2.3	2.7	2.8
Area del euro	2.1	2.2	2.0
Japón	-0.2	--	0.3
Mercados emergentes y países en desarrollo	6.0	5.8	5.3
África	10.6	7.8	7.5
Medio Oriente	7.2	8.6	8.5
Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe)	10.6	6.5	6.1
Costa Rica	9.4	12.3	10.5
El Salvador	2.5	4.5	2.8
Guatemala ^{2/}	5.8	9.2	4.0 - 6.0
Honduras	7.7	8.1	7.8
Nicaragua	5.2	8.2	6.5
Economías emergentes de Asia ^{1/}	2.4	4.0	3.6
China	1.2	3.9	3.0
Países de Europa Central y del Este	9.2	6.6	5.4
Países de la Comunidad de Estados Independientes	12.0	10.3	10.1

^{1/} Comprende Asia en desarrollo, las economías de Asia recientemente industrializadas y Mongolia.

^{2/} Aunque la cifra publicada para Guatemala es de 3.1%, el Departamento del Hemisferio Occidental del Fondo Monetario Internacional -FMI- indicó que fue un error y que el FMI estima una tasa de crecimiento de 3.2%.

Fuente: Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, abril de 2005.

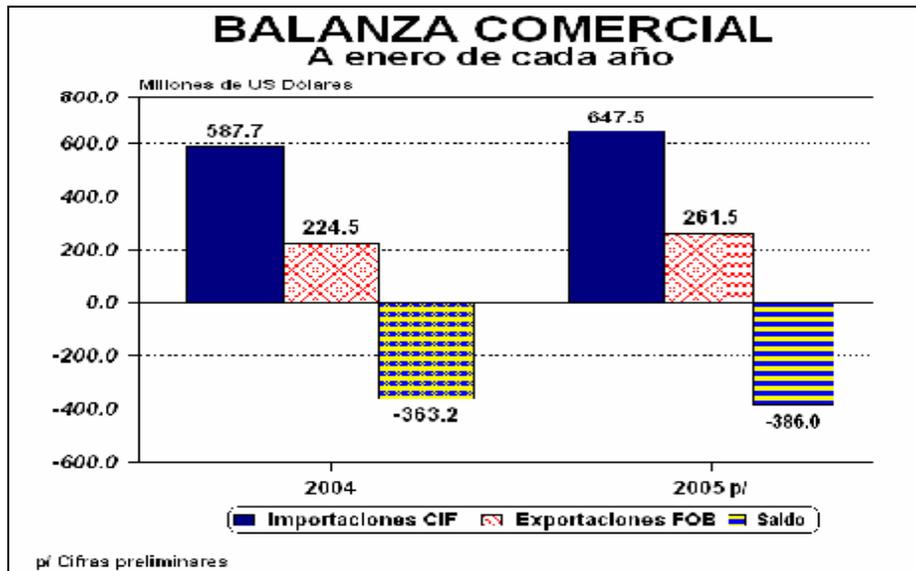
2. Balanza comercial

La balanza comercial¹³ a enero de 2005 registró un saldo deficitario de US\$386.0 millones, superior en US\$22.8 millones (6.3%) al saldo

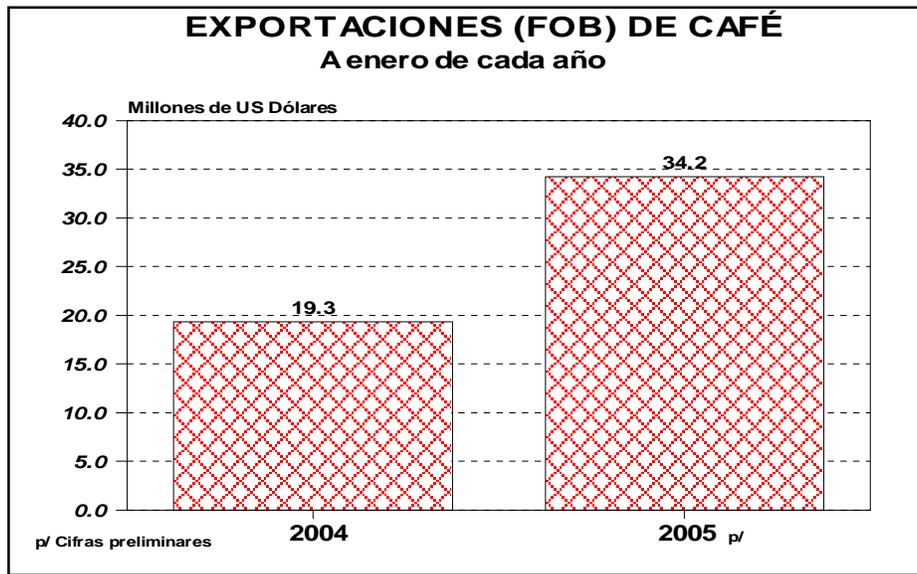
¹³ Las cifras presentadas corresponden al criterio de balanza de pagos.



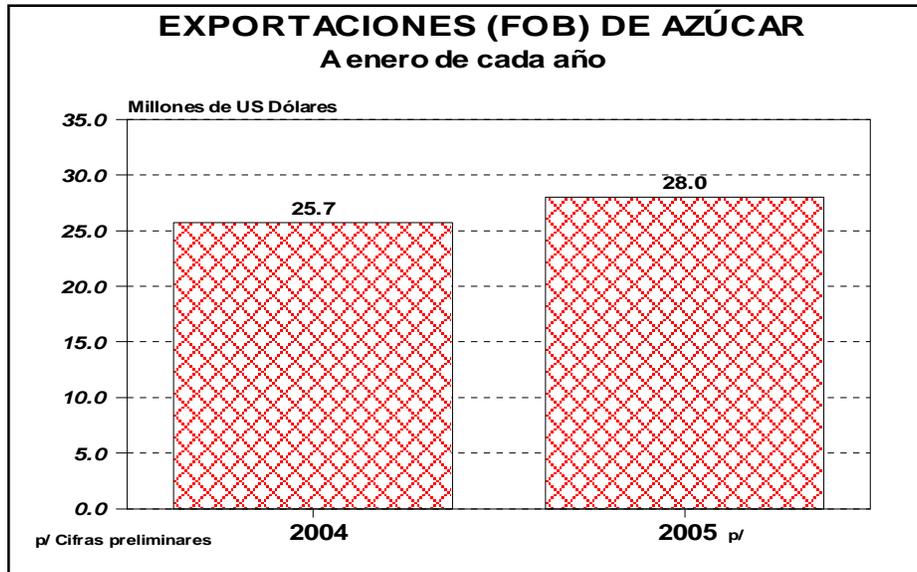
deficitario observado en igual período del año previo. Este resultado estuvo determinado, por una parte, por el aumento de 16.5% en el valor de las exportaciones FOB (1.7% en enero de 2004), al pasar de US\$224.5 millones en enero de 2004 a US\$261.5 millones en enero de 2005 y, por otra, por el crecimiento de 10.2% en el valor de las importaciones CIF (1.1% en enero de 2004), al pasar de US\$587.7 millones en enero de 2004 a US\$647.5 millones en enero de 2005.



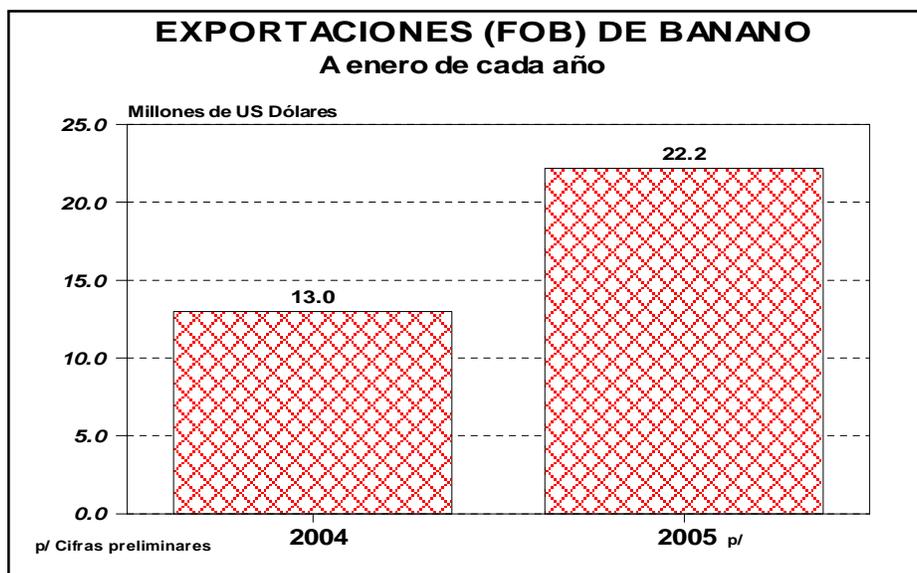
El valor de las exportaciones de café se situó en US\$34.2 millones, mayor en US\$14.9 millones (77.2%) respecto de enero de 2004, lo que se explica por un incremento tanto en el precio medio de exportación (43.8%) como en el volumen exportado (23.7%). En efecto, el precio medio de exportación por quintal aumentó de US\$63.32 en enero de 2004 a US\$91.04 en igual fecha de 2005, comportamiento asociado, según la Organización Internacional del Café -OIC-, a la reducción de la oferta mundial del grano, derivado de la falta de inversión en la producción, como consecuencia de la larga crisis en el precio internacional de dicho producto. En este sentido, se observa una reducción en la producción de café de Brasil, Vietnam e Indonesia. Por su parte, el volumen exportado en quintales se incrementó al pasar de 304.2 miles en enero de 2004 a 376.2 miles en igual mes de 2005.



El valor de las exportaciones de azúcar a enero de 2005 fue de US\$28.0 millones, mayor en US\$2.3 millones (8.9%) en relación al registrado a enero de 2004, situación que se explica por el aumento de 16.1% en el precio medio de exportación, ya que el volumen exportado disminuyó en 6.1%. En efecto, el precio medio de exportación, por quintal, aumentó de US\$6.44 en enero de 2004 a US\$7.48 en igual período de 2005, comportamiento asociado a una menor producción mundial, ya que según estimaciones de la Organización Internacional del Azúcar -OIA-, se estarían registrando cosechas menores en países productores como India, Tailandia y Cuba, asociadas a severas sequías que afectan a los referidos países. Por su parte, el volumen exportado, en quintales, se redujo en 6.1% al pasar de 3,984.5 miles en enero de 2004 a 3,742.3 miles en igual mes de 2005. Este comportamiento se asocia, por una parte, a la disminución de las exportaciones hacia Rusia, debido a medidas proteccionistas implementadas por dicho país a la importación del edulcorante y, por la otra, a la reducción de la demanda de dicho producto por parte de Corea del Sur, a causa del aumento del costo de transporte marítimo de Guatemala hacia el citado país.

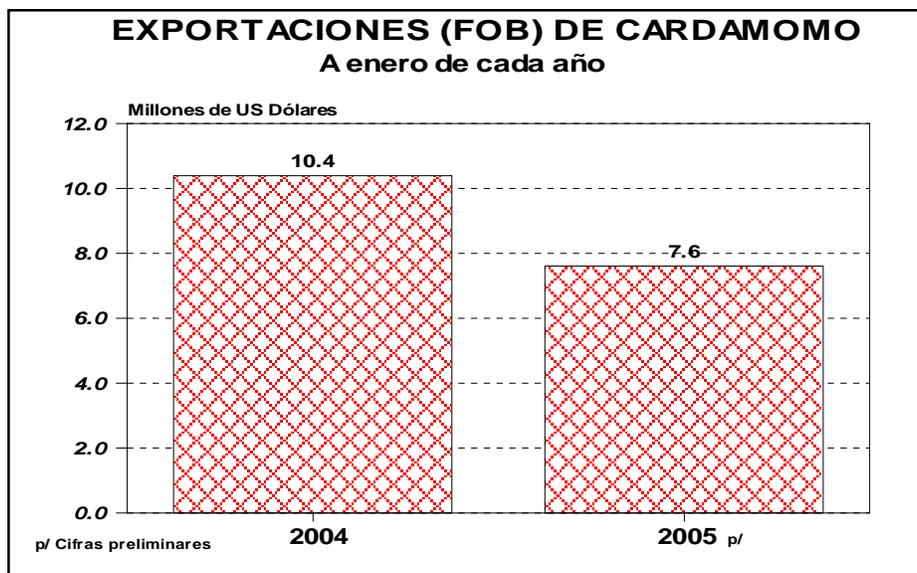


En cuanto al banano, el valor de las exportaciones a enero de 2005 se ubicó en US\$22.2 millones, mayor en US\$9.2 millones (70.8%) al registrado a enero de 2004. Dicho resultado obedece a que el volumen exportado (1,980.7 miles de quintales) registró un aumento de 815.3 miles de quintales (70.0%) respecto a enero de 2004, debido principalmente a la merma en la producción de dicho producto por parte de Ecuador, principal exportador mundial. Por su parte, el precio medio del banano prácticamente no registró variación en los referidos meses, ubicándose en US\$11.22 por quintal.





El valor de las exportaciones de cardamomo a enero de 2005 fue de US\$7.6 millones, monto menor en US\$2.8 millones (26.9%) al observado al mismo mes de 2004. Este resultado se explica tanto por la caída en el precio medio de exportación por quintal como por la disminución del volumen exportado. En efecto, el precio medio disminuyó 18.5% al pasar de US\$125.16 en enero de 2004 a US\$102.07 en enero de 2005 y el volumen exportado disminuyó en 10.0% al pasar de 82.8 miles de quintales en enero del 2004 a 74.5 miles de quintales en enero de 2005, debido a la menor demanda por parte de los principales países demandantes.



En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a enero de 2005 se situó en US\$14.2 millones, mayor en US\$0.3 millones (2.2%) al observado al mismo mes de 2004, lo que se explica por el incremento del precio medio por barril, al pasar de US\$22.02 en enero de 2004 a US\$26.98 en enero de 2005, ya que el volumen exportado a enero de 2005 se situó en 526.8 miles de barriles, menor en 104.8 miles de barriles (16.6%) respecto al mismo mes de 2004. El leve aumento en el precio medio por barril de petróleo, comparado con el alza en el precio internacional del crudo en los mercados internacionales, obedece al hecho de que el petróleo nacional es de inferior calidad respecto del que se cotiza en los mercados internacionales, por lo que,



su uso final requiere de un proceso de refinamiento mayor, lo cual implica mayores costos para el demandante.

En lo que se refiere al valor de las exportaciones de Otros Productos, a enero de 2005 éste se situó en US\$155.2 millones, monto superior en US\$12.8 millones (9.0%) respecto a enero de 2004. Este resultado obedece al aumento por US\$18.7 millones (23.4%) de las exportaciones a países del área centroamericana, ya que las exportaciones al resto de países disminuyeron en US\$5.9 millones (9.5%) respecto al mismo período del año anterior. Dentro de los productos que determinaron el crecimiento de las exportaciones al área centroamericana se encuentran: verduras y legumbres (64.8%); productos químicos (48.4%); materiales de construcción (37.6%); frutas y sus preparados (36.9%); y, artículos de plástico (16.3%).

En cuanto al valor CIF de las importaciones a enero de 2005, éste se ubicó en US\$647.5 millones, mayor en US\$59.9 millones (10.2%) al registrado en similar período del año anterior.

En el crecimiento de las importaciones destaca el aumento en los rubros de materiales de construcción (21.6%); de maquinaria, equipo y herramienta (13.6%); de bienes de consumo (11.0%); de materias primas y productos intermedios (7.9%); y, de combustibles y lubricantes (7.5%).

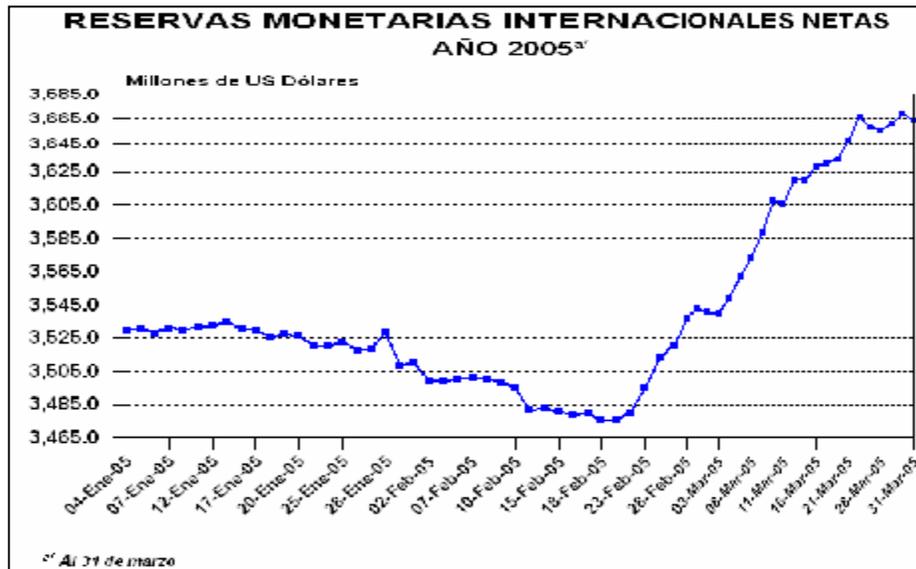
3. Reservas monetarias internacionales netas

Al 31 de marzo de 2005 las Reservas Monetarias Internacionales Netas (RIN) se situaron en US\$3,663.5 millones, lo que significa un aumento de US\$135.5 millones respecto del nivel observado el 31 de diciembre de 2004. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$207.8 millones, egresos de divisas por US\$112.3 millones y otros ingresos por operaciones netas por US\$40.0 millones. En lo que corresponde a los ingresos, éstos se originaron por compras del Banco de Guatemala por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- por US\$198.5 millones y por los desembolsos que recibió el Sector Público no Financiero por US\$9.3 millones. Con relación a los egresos, se atendieron, por un lado, pagos relativos al servicio de la deuda pública externa por US\$69.1 millones, de los cuales US\$68.6 millones correspondieron al Sector Público no



Financiero y, por el otro, a pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$43.2 millones. En lo que corresponde al movimiento de otras operaciones netas, destaca el ingreso por concepto de regalías por explotación de petróleo por US\$16.1 millones, el aumento del encaje bancario en moneda extranjera por US\$19.5 millones, así como intereses percibidos sobre inversiones de las reservas monetarias internacionales en el exterior por US\$16.2 millones, en tanto que se registraron otros egresos por US\$12.3 millones.

Se considera que el nivel de reservas monetarias internacionales es adecuado, ya que el mismo se ubica en 5.3 meses de importaciones de bienes; en particular, si se deducen las obligaciones de corto plazo del gobierno expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (prueba de sensibilidad), aún 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 4.1 meses de importaciones.





La solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante su cobertura de la deuda pública externa. En este sentido, al 31 de marzo el nivel de RIN era equivalente a 5.2 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año (5.3 veces al 31 de marzo de 2004).

4. Tipo de cambio nominal

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 determina que el régimen cambiario vigente es flexible, por lo que el tipo de cambio se determina por la interacción entre la oferta y la demanda de divisas en el mercado. En este sentido, de conformidad con dicha política, el Banco de Guatemala debe respetar la trayectoria de mercado del tipo de cambio, limitándose a participar en el mercado cambiario, a fin de evitar su volatilidad. Asimismo, el Banco de Guatemala también puede participar en el mercado cambiario con el estricto propósito de adquirir las divisas que requieran el propio Banco, el Gobierno Central y los otros entes del sector público, a efecto de cubrir sus obligaciones en moneda extranjera.

En el contexto descrito, y con el propósito de aumentar la eficiencia de los mecanismos mediante los cuales el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario, la política monetaria para 2005 considera la introducción de modificaciones, de forma gradual, a dichos mecanismos, en función del cumplimiento de los siguientes principios que permitan que el sistema cambiario flexible: i) sea consistente con un esquema monetario de metas explícitas de inflación; ii) se base en reglas explícitas, transparentes y comprensibles para los mercados; iii) elimine la discrecionalidad de las participaciones del Banco de Guatemala; y, iv) evite la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia.

Para el efecto, en tanto se evalúa la implementación del mecanismo de opciones de compra y de venta de divisas, el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en sesión del 14 de enero del año en curso, aprobó una regla de participación del Banco de Guatemala en el SINEDI, con el objeto de continuar cumpliendo con el propósito de morigerar la volatilidad cambiaria y eliminar la discrecionalidad en la participación del Banco



Central en el mercado cambiario. La regla establecida consideró dos umbrales para evitar una caída abrupta del tipo de cambio.

**REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL SINEDI
-ADOPTADA EL 14 DE ENERO DE 2005-**

Esta regla de participación del Banco de Guatemala considera dos umbrales para morigerar la volatilidad del tipo de cambio.

En cuanto al primer umbral, el Banco de Guatemala mantendría una postura de compra en el SINEDI, de US\$10.0 millones, cuyo precio sería el promedio móvil de los últimos cinco días, del tipo de cambio de referencia promedio diario (suma de los tipos de cambio de compra y venta dividido entre dos), menos un margen de fluctuación de 0.5%. En caso de que se llegara a agotar la postura inicial se colocaría una nueva postura por US\$10.0 millones a un precio de Q0.0025 por debajo del precio de la primera postura y así sucesivamente hasta satisfacer los requerimientos del mercado.

En el segundo umbral, el Banco de Guatemala participaría en el SINEDI con una postura de compra superior a la del primer umbral. La postura sería de US\$50.0 millones cuando el precio de la postura correspondiente al primer umbral cayera por debajo del límite amplio de tolerancia de Q7.70 por US\$1.00, en cuyo caso se dejaría de operar en el primer umbral. Si se agotara la postura inicial antes de que se finalizaran las operaciones del día de que se trate, se colocaría una nueva postura por US\$50.0 millones a un precio de Q0.001 por debajo del precio de la primera postura, cuantas veces fuera preciso, hasta satisfacer los requerimientos del mercado. Si al día siguiente el precio de la postura correspondiente al primer umbral continuara por debajo de Q7.70, se continuarían colocando posturas de US\$50.0 millones, a un precio inicial igual al de la última postura del día anterior o al tipo de cambio de referencia disponible (el que resulte menor).

No obstante la implementación de la regla de participación descrita el comportamiento del tipo de cambio continuó mostrando volatilidad, por lo que el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, con el propósito de reducir la misma y, en lo posible, de moderar las expectativas que podrían estar dando lugar a una *especulación desestabilizadora*¹⁴, el 14 de marzo de 2005 acordó agregar a la regla de participación un tercer umbral.

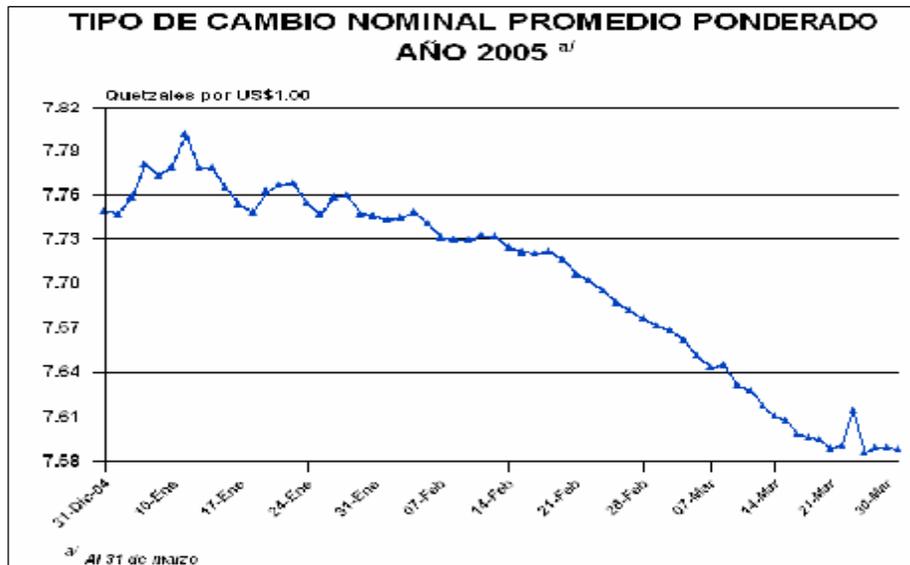
¹⁴ Se refiere a las decisiones de los agentes económicos de prescindir de sus divisas, a fin de no incurrir en mayores pérdidas ante la expectativa que el tipo de cambio nominal continúe con una tendencia hacia la apreciación.



**REGLA DE PARTICIPACIÓN DEL BANCO DE GUATEMALA EN EL SINEDI
-ADOPTADA EL 14 DE MARZO DE 2005-**

En lo que corresponde al tercer umbral, éste se accionaría cuando el tipo de cambio de referencia de compra sea igual o menor a Q7.60000 por US\$1.00, el cual haría que el Banco de Guatemala ingresara en el Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- una postura de compra de US\$10.0 millones al precio de Q7.60. Al agotarse dicha postura se colocaría una nueva por un monto de US\$10.0 millones a un precio de Q0.001 por debajo del de la primera postura y así sucesivamente, hasta satisfacer los requerimientos del mercado. Al día siguiente, la participación del Banco de Guatemala se iniciaría de la manera siguiente: a) si no se hubiere agotado la última postura del día anterior, la postura inicial sería por el saldo de la misma y al mismo precio; b) en caso se hubiere agotado, la postura inicial sería de US\$10.0 millones a un precio de Q0.001 por debajo del precio de la última postura del día anterior. Por último, se dejó previsto que si el tipo de cambio de referencia volviera a ubicarse por encima de Q7.60, se volvería a activar el segundo umbral y, de igual manera, al alcanzar el precio de Q7.70, se activaría de nuevo el primer umbral.

En el contexto descrito, en el primer trimestre de 2005 el tipo de cambio registró una apreciación de Q0.16 (2.06%) al pasar de Q7.75 por US\$1.00 el 30 de diciembre de 2004 a Q7.59 por US\$1.00 el 31 de marzo de 2005, comportamiento que se atribuye, principalmente, a la persistencia de los flujos de divisas hacia el país debido a diferenciales de tasa de interés y del comportamiento de las remesas familiares.





a) Consideraciones generales sobre el fenómeno de apreciación cambiaria

En general, la apreciación de las monedas domésticas es un fenómeno mundial, asociado a la depreciación del dólar de los Estados Unidos de América en el mercado financiero internacional; como consecuencia, en varios países el tipo de cambio nominal de sus monedas respecto al US dólar se ha apreciado, como se muestra en el cuadro siguiente.

**COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO RESPECTO DEL US\$ DÓLAR
DE ALGUNOS PAÍSES SELECCIONADOS
VARIACION INTERANUAL**

PAÍS	Moneda	31 de Marzo de 2004	31 de Marzo de 2005	Variación % + = deprec. - = aprec.
AMÉRICA DEL SUR				
Uruguay	Peso	29.78	25.53	-14.27
Colombia	Peso	2,679.55	2,354.75	-12.12
Brasil	Real	2.90	2.68	-7.47
Perú	Nuevo Sol	3.46	3.26	-5.75
Chile	Peso	612.40	586.10	-4.29
Guyana	Dólar	179.00	179.00	0.00
Venezuela	Bolívar	1,917.60	1,918.00	0.02
Bolivia	Boliviano	7.90	8.09	2.34
Paraguay	Guaraní	5,890.00	6,295.00	6.88
CENTROAMÉRICA				
Guatemala	Quetzal	8.12	7.58	-6.56
Belice	Dólar	1.98	1.97	-0.25
Nicaragua	Córdoba	15.65	16.27	3.96
Honduras	Lempira	17.98	18.78	4.45
Costa Rica	Colón	428.31	468.55	9.40
OTROS PAISES				
República Dominicana	Peso	43.10	26.75	-37.94
Polonia	Zloty	3.86	3.16	-18.16
Rumania	Leu	33,440.00	28,355.45	-15.20
República Checa	Corona	26.67	23.18	-13.09
Corea del Sur	Won	1,147.27	1,015.45	-11.49
Slovakia	Corona	32.58	29.85	-8.38
Canadá	Dólar	1.31	1.21	-7.55
Eurozona	Euro	0.79	0.74	-7.08
Inglaterra	Libra	0.56	0.52	-6.90
Hungría	Forint	201.68	190.82	-5.38
Sudáfrica	Rand	6.29	6.24	-0.84
México	Peso	11.13	11.17	0.41
Jamaica	Dólar	60.40	61.32	1.52
Trinidad y Tobago	Dólar	6.15	6.28	2.11
Japón	Yen	104.22	107.15	2.81
Haití	Gourde	29.00	36.75	26.72

Fuente: Bloomberg

De acuerdo con analistas internacionales, se ha determinado que existe una significativa sobre-liquidez mundial de dólares



ocasionada por los elevados déficit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos de América, así como por el relajamiento de la política monetaria en ese país (observado hasta junio de 2004) lo que originó que se reduzca la demanda de esa moneda en los mercados financieros internacionales y, por ende, que se elevara la oferta relativa de esa moneda en los citados mercados. En ese sentido, cabe indicar que el referido aumento de la oferta de dólares (medida por la suma de la base monetaria estadounidense más las reservas monetarias internacionales del resto de países) ha crecido en más de 20% en 2003 y más de 25% en 2004, algo que en los últimos treinta años no había ocurrido, situación que ha favorecido los flujos de capital privado hacia las economías de mercados emergentes.

Cabe indicar que ante la apreciación cambiaria que han experimentado varios países del mundo, muchos de ellos han adquirido divisas, como medida para contener la volatilidad del tipo de cambio, lo que se refleja en el incremento de su nivel de reservas monetarias internacionales, como se ilustra en el cuadro siguiente.

RESERVAS MONETARIAS INTERNACIONALES								
En Millones de Dólares de Estados Unidos de América								
PAIS	2003	2004	2005	Variaciones 2004-2003		Variaciones 2005-2004		
				absoluta	relativa	absoluta	relativa	
AMERICA DEL SUR				17,740.6		13,246.7		
Uruguay	2,086.7	2,512.1	2,021.0	h/	425.4	20.4	-491.1	-19.5
Colombia	10,783.9	13,196.6	13,485.2	e/	2,412.7	22.4	288.6	2.2
Brasil	49,254.0	52,937.0	63,193.0	h/	3,683.0	7.5	10,256.0	19.4
Chile	15,851.2	16,016.0	15,494.7	h/	164.8	1.0	-521.3	-3.3
Argentina	14,153.4	19,310.0	20,526.0	b/	5,156.6	36.4	1,216.0	6.3
Ecuador	1,160.4	1,437.3	1,334.1	f/	276.9	23.9	-103.2	-7.2
Bolivia	975.8	1,123.3	1,042.7	o/	147.5	15.1	-80.6	-7.2
Paraguay	968.9	1,167.6	1,138.9	a/	198.7	20.5	-28.7	-2.5
Perú	10,206.0	12,649.0	13,587.0	g/	2,443.0	23.9	938.0	7.4
Venezuela	20,666.0	23,498.0	25,271.0	h/	2,832.0	13.7	1,773.0	7.5
OTROS PAISES				469,619.1		6,523.2		
República Dominicana	123.6	602.2	876.8	d/	478.6	387.2	274.6	45.6
México	59,058.9	64,233.4	64,096.0	b/	5,174.5	8.8	-137.4	-0.2
Canadá	36,223.0	34,419.0	35,133.0	h/	-1,804.0	-5.0	714.0	2.1
Slovenia	11,678.1	14,417.5	14,811.2	a/	2,739.4	23.5	393.7	2.7
Eurozona	222,716.0	211,293.0			-11,423.0	-5.1		
Hungría	12,749.0	15,920.0	17,580.0	b/	3,171.0	24.9	1,660.0	10.4
Reino Unido	46,059.6	49,740.1	50,221.7	b/	3,680.5	8.0	481.6	1.0
Japón	673,529.0	844,543.0	840,564.0	b/	171,014.0	25.4	-3,979.0	-0.5
Corea del Sur	155,352.4	199,066.1	202,162.0	b/	43,713.7	28.1	3,095.9	1.6
Indonesia	36,295.7	36,320.5	36,542.1	b/	24.8	0.1	221.6	0.6
Malasia	44,208.2	66,209.3	69,143.8	a/	22,001.1	49.8	2,934.5	4.4
Singapur	96,324.0	112,807.5	113,875.5	b/	16,483.5	17.1	1,068.0	0.9
Tailandia	42,147.7	49,831.7	49,627.4	b/	7,684.0	18.2	-204.3	-0.4
China	403,251.0	609,932.0			206,681.0	51.3		

Fuente: International financial statistics, FMI. Febrero 2005, y Bancos Centrales.
a/ Datos a enero de 2005, b/ Datos a febrero de 2005, c/ Datos al 4 marzo de 2005, d/ Datos al 7 marzo de 2005
e/ Datos al 9 marzo de 2005, f/ Datos al 11 marzo de 2005, g/ Datos al 14 marzo de 2005, h/ Datos al 15 marzo de 2005

En el caso de Guatemala, como se indicó, en aplicación de la regla de participación establecida, y derivado de la volatilidad observada en



el comportamiento del tipo de cambio en el primer trimestre, al 31 de marzo, el Banco de Guatemala había comprado divisas en el SINEDI por US\$198.5 millones.

b) Consideraciones sobre flujos de capital y diferenciales de tasas de interés

La creciente integración financiera inducida por los cambios tecnológicos en las comunicaciones, así como la liberalización y apertura de la cuenta de capitales de la mayoría de economías, ha propiciado una mayor movilidad de capitales. En ese contexto, el exceso de oferta de dólares de los Estados Unidos de América en los mercados internacionales, generado, como se indicó, fundamentalmente por las políticas monetaria y fiscal expansivas implementadas en ese país, ha exacerbado los movimientos de capitales en busca de rendimientos que, temporalmente, ofrecen los diferenciales de tasas de interés en los mercados emergentes. Estos flujos, si bien complementan el ahorro interno de dichas economías, suelen complicar el manejo de las políticas monetaria y cambiaria, debido a la alta volatilidad que caracteriza a los mismos. Esto plantea serios dilemas a los bancos centrales en lo referente a alcanzar sus objetivos de estabilidad de precios, lo que, en ausencia de una supervisión bancaria sólida, puede generar crisis sistémicas en el sector financiero doméstico.

Los masivos flujos de capitales suelen propiciar una apreciación tanto del tipo de cambio real como del nominal. Para moderar los efectos adversos de dicha apreciación sobre la competitividad, los bancos centrales se ven compelidos a intervenir en el mercado cambiario y a esterilizar los efectos monetizantes de dicha intervención, lo que propicia un alza en la tasa de interés, como recientemente ha ocurrido en países como Argentina, Brasil, Colombia, México, Perú, Rusia y Turquía.

- **La combinación de políticas macroeconómicas**

La evidencia empírica de los países mencionados muestra que para mitigar los efectos adversos de los flujos de capitales es necesario



una cuidadosa combinación de las políticas macroeconómicas, entre las que se incluyen las siguientes:

i) Permitir una apreciación ordenada del tipo de cambio nominal.

Esta política tiene la desventaja de afectar negativamente a la competitividad de las exportaciones domésticas; sin embargo, debe puntualizarse que el capital foráneo complementa al ahorro interno para financiar la inversión interna. En ese sentido, los flujos de capitales permiten que un país aumente su inversión en niveles superiores a su ahorro interno; es decir, los flujos de capitales rompen la restricción impuesta por el bajo nivel de ahorro interno que, regularmente, afecta a las economías en desarrollo. En el contexto descrito, la política adecuada dependerá de la naturaleza de los flujos de capitales, ya que si el ingreso de recursos externos es temporal, lo pertinente es tratar de detener la apreciación cambiaria, pero si el flujo es permanente, lo apropiado sería permitir que el tipo de cambio se aprecie, ya que las políticas para evitar la apreciación serán inefectivas y muy costosas en términos macroeconómicos.

ii) Intervenir comprando dólares y esterilizar los efectos monetizantes de dicha política.

Esta estrategia tiene la ventaja de reducir la apreciación cambiaria y evitar un posible incremento de la inflación, pero si el volumen de capitales a esterilizar es cuantioso, el banco central deberá elevar excesivamente las tasas de interés y, de esta forma, genera un círculo vicioso que atrae más capitales.

iii) Liberalizar los controles de capital a fin de incentivar la salida de capitales.

Los países que han liberado la cuenta de capitales más bien han fomentado una entrada adicional de recursos externos, puesto que algunos inversionistas foráneos que previamente se abstendían de ingresar sus capitales a cierto país por el riesgo de no poder repatriarlos, después de la liberalización de la cuenta capital se ven incentivados a ingresar dichos recursos al país en cuestión. Esta medida también tiene el efecto adverso de exponer al país a la entrada masiva de capitales que aumente la vulnerabilidad del sistema



financiero doméstico, que puede no estar adecuadamente desarrollado para tratar con la volatilidad de los flujos de capitales.

iv) Establecer controles directos al ingreso de capital de corto plazo.

Aún cuando se reconoce que los controles de capital introducen distorsiones en la economía y son susceptibles de ser evitados a través del uso de métodos sofisticados de ingeniería financiera en el mercado de capitales, en circunstancias caracterizadas por flujos masivos de capitales de corto plazo, algunos países (Chile y Colombia en la década pasada) han tenido éxito temporal en el manejo directo de dichos capitales mediante distintos mecanismos de control, ya que lograron modificar, aunque no significativamente, el horizonte de los recursos; es decir, que del total de capitales que ingresaron, el porcentaje de capital de largo plazo aumentó con respecto a los de corto plazo. Sin embargo, la efectividad de dichos controles fue transitoria debido, como se mencionó, al uso de métodos sofisticados de ingeniería financiera, especialmente de productos financieros derivados, y a que esos controles no fueron aplicados universalmente a todos los flujos, lo que incidió para que esas regulaciones tendieran a perder su efectividad con el transcurso del tiempo. En todo caso, debe considerarse que los costos microeconómicos derivados de regular los movimientos de capital de corto plazo sean superados por los beneficios macroeconómicos derivados de una mayor estabilidad macroeconómica.

v) Política fiscal restrictiva. La restricción fiscal tiene la ventaja de reducir la demanda agregada interna, lo que, por un lado, abate las presiones inflacionarias y, por el otro, induce una reducción de la tasa de interés, lo cual desincentiva el ingreso de capitales y detiene la apreciación del tipo de cambio. Sin embargo, la contención fiscal, por sí misma, puede que no sea lo suficientemente restrictiva y rápida como para contrarrestar los efectos adversos de los flujos masivos de capitales de corto plazo.

vi) Medidas alternativas para inducir una reducción de las tasas de interés. La reducción de la tasa de interés, como se mencionó,



desincentiva el ingreso de capitales y, por lo tanto, mitiga la apreciación del tipo de cambio nominal; sin embargo, cuando la reducción de la tasa de interés interna es generada por una política monetaria expansiva, se corre el riesgo de generar presiones inflacionarias que propician una apreciación del tipo de cambio real, lo que reduce la competitividad de las exportaciones domésticas en los mercados internacionales. Ante esa situación, la autoridad monetaria debe optar por políticas alternativas para inducir una reducción eficiente y sostenible de la tasa de interés interna, lo cual requiere de un horizonte más amplio.

Reducción de las tasas de interés

Los flujos de capital de corto plazo son inducidos por diferenciales de tasas de interés, por lo que la política económica debiese procurar reducir dichos diferenciales en forma eficiente y sostenible. Dado que una reducción de la tasa de interés de corto plazo a través de la implementación de una política monetaria laxa puede afectar negativamente a las expectativas inflacionarias, el esfuerzo para reducir la tasa de interés debe enfocarse en las tasas de mediano y largo plazos.

Para el efecto, debe tenerse presente que la brecha entre las tasas de interés de largo y corto plazos es generada por las expectativas tanto de inflación como de depreciación esperada del tipo de cambio, ya que los agentes económicos, en este caso los acreedores, usualmente adicionan a la tasa de interés una prima para proteger su capital, en términos reales, derivada de la erosión causada por la inflación y la depreciación del tipo de cambio.

Cabe indicar que las tasas de interés de mediano y largo plazos están determinadas, principalmente, por los factores siguientes: a) la inflación esperada (prima de inflación); b) el riesgo-país (prima de riesgo); c) las condiciones del ciclo económico (la demanda y oferta de crédito tienden a variar de acuerdo con el ciclo económico); y, d) la coherencia de la política macroeconómica. Por lo tanto, una reducción sostenible de las tasas de interés de mediano y largo plazos debería basarse en medidas que permitan mitigar



los riesgos mencionados y propiciar una determinación mucho más eficiente de dichas tasas.

Entre las medidas apropiadas para inducir una reducción eficiente en las tasas de interés de mediano y largo plazos puede mencionarse, entre otras, las siguientes: la reducción sostenida y, por ende, creíble de la inflación, lo cual reduce la prima por inflación; el fomento del ahorro interno, tanto público como privado, ya que la disciplina fiscal y mayor disponibilidad de crédito fomentan un aumento de la inversión productiva, lo cual promueve el empleo y la producción y, por ende, la estabilidad política y social, lo que coadyuva a reducir el riesgo-país; y, el fortalecimiento de la intermediación financiera a través de un marco regulatorio adecuado que promueva la competencia sana en el sistema financiero.

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 marzo de 2005 (última información disponible) registró un déficit fiscal de Q673.6 millones (superávit fiscal de Q163.8 millones a marzo de 2004). En este sentido, cabe indicar que el comportamiento del déficit fiscal se ha normalizado, pues en 2005 el fisco ha retomado la ejecución presupuestaria que se interrumpió a principios de 2004, cuando obtuvo superávit, como consecuencia, principalmente, de que ante la incertidumbre de la aprobación del presupuesto no pudo ejecutar el gasto público previsto. Cabe indicar que el déficit presupuestario a marzo es compatible con el indicador de déficit fiscal con relación al PIB a precios corrientes estimado para finales de año de 1.8% y, por lo tanto, es compatible con los esfuerzos de estabilización macroeconómica que realiza el país.

Los ingresos fiscales, a marzo de 2005, ascendieron a Q4,972.2 millones, monto inferior en Q94.2 millones (1.9%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación equivalente al 19.9% de lo presupuestado para 2005. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q4,694.7 millones, monto inferior en Q60.6 millones (1.3%) al



registrado en el mismo período del año previo. Dicha disminución se explica por la menor recaudación de impuestos directos por Q246.1 millones, dado que la captación de impuestos indirectos se incrementó en Q185.5 millones respecto a marzo del año anterior. La menor recaudación de los impuestos directos obedeció, principalmente, al pago anticipado que se realizó del Impuesto Extraordinario y Temporal de Apoyo a los Acuerdos de Paz -IETAAP- en diciembre de 2004, el cual estaba programado a realizarse en enero de 2005¹⁵. En el caso de los impuestos indirectos, su dinamismo se debe a la mayor recaudación del Impuesto al Valor Agregado -IVA- como al impuesto a la distribución de bebidas. En efecto, los ingresos por concepto de IVA sumaron Q2,405.7 millones, monto superior en Q112.3 millones respecto a lo percibido en igual período de 2004, en tanto que por concepto de impuesto a la distribución de bebidas se captaron Q86.0 millones, monto superior en Q42.5 millones a lo percibido en similar período de 2004.

En lo que se refiere a los gastos totales, a marzo de 2005 éstos registraron un monto de Q5,645.8 millones, mayor en Q743.2 millones (15.2%) respecto al ejecutado en igual período de 2004. El incremento en el gasto respecto del observado en 2004 se debe a que, como se indicó, el gasto público en el año indicado se contrajo, como consecuencia de la incertidumbre que generó la aprobación del presupuesto.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q4,208.5 millones, mayores en Q231.8 millones (5.8%) a los del mismo período del año anterior. Este resultado estuvo determinado, principalmente, por el mayor monto de transferencias corrientes realizadas por Q324.2 millones, resultado que fue neutralizado, en parte, por la reducción en los gastos de operación por Q103.6 millones.

Los gastos de capital se situaron en Q1,437.3 millones, mayores en Q511.4 millones (55.2%) a los de igual período de 2004. Dicho resultado fue determinado por los mayores gastos tanto de inversión indirecta

¹⁵ Tal situación obedeció a que los contribuyentes aprovecharon el beneficio que otorgaba el artículo 14 de dicha ley, que indicaba que los contribuyentes que pagaran el impuesto correspondiente al trimestre comprendido entre el 1 de octubre y el 31 de diciembre de 2004, en diciembre de 2004, por esa única vez obtendrían una rebaja del 50% del impuesto correspondiente.



como de inversión directa, los cuales registraron un aumento de Q369.6 millones (43.0%) y de Q141.8 millones (213.9%), respectivamente.

Derivado de lo anterior, el déficit fiscal, como se indicó, se situó en Q673.6 millones, en tanto que el ahorro corriente se ubicó en Q704.6 millones, menor en Q302.7 millones (30.0%) al registrado en igual período del año anterior.

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento del déficit fiscal, el financiamiento externo neto fue negativo en Q194.9 millones y el financiamiento interno neto se ubicó en Q1,641.7 millones. Este último es resultado de negociaciones de títulos públicos por Q2,229.8 millones y vencimientos por Q588.1 millones. En consecuencia, se registró un aumento de Q773.2 millones en la caja fiscal.

GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO A MARZO
AÑOS 2004 - 2005
-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2004	2005	VARIACIONES	
			ABSOLUTA	RELATIVA
I. Ingresos y Donaciones	5,066.4	4,972.2	-94.2	-1.9
A. Ingresos	4,984.2	4,913.2	-71.0	-1.4
1. Ingresos Corrientes	4,984.0	4,913.1	-70.9	-1.4
a. Tributarios	4,755.3	4,694.7	-60.6	-1.3
b. No Tributarios	228.7	218.4	-10.3	-4.5
2. Ingresos de Capital	0.2	0.1	-0.1	0.0
B. Donaciones	82.2	59.0	-23.2	-28.2
II. Total de Gastos	4,902.6	5,645.8	743.2	15.2
A. Funcionamiento	3,976.7	4,208.5	231.8	5.8
B. Capital	925.9	1,437.3	511.4	55.2
III. Déficit o Superávit Fiscal	163.8	-673.6	-837.4	-511.2
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	1,007.3	704.6	-302.7	-30.0
V. Financiamiento	-163.8	673.6	837.4	-511.2
A. Financiamiento Externo Neto	466.6	-194.9	-661.5	-141.8
B. Financiamiento Interno Neto	642.4	1,641.7	999.3	155.6
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-1,272.8	-773.2	499.6	-39.3

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

2. Deuda pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna, según cifras preliminares a marzo, se situó en Q14,482.3 millones, superior en Q1,641.7 millones (12.8%) al monto observado en diciembre de 2004. Este aumento



obedeció, principalmente, a las negociaciones de bonos del gobierno en el mercado interno, realizadas con el sector privado no financiero, el sector bancario y las entidades oficiales. En efecto, dichos sectores incrementaron sus tenencias de valores en Q1,158.6 millones, Q353.4 millones y Q129.5 millones, respectivamente. En lo que respecta al sector no residente, el mismo mantuvo su nivel de inversiones en el período objeto de análisis.

En lo que se refiere a la estructura por tenedor del saldo de la deuda pública interna, al 31 de diciembre de 2004 la participación del sector privado no financiero fue de 43.1% del total; mientras que a marzo del presente año se ubico en 46.2% del total. En contraste, las entidades oficiales y el sector de no residentes disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2004 a marzo de 2005, al pasar de 29.8% y 5.5% a 27.3% y 4.9%, respectivamente. En lo que respecta al sector bancario, este no varió su participación (21.5%).

b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a marzo de 2005 el saldo de la deuda pública externa¹⁶ se situó en US\$3,786.8 millones, monto menor en US\$54.7 millones al saldo registrado al 31 diciembre de 2004. Dicha disminución es el resultado de desembolsos por US\$17.4 millones; amortizaciones por US\$47.4 millones; y, una disminución de US\$24.7 millones derivado de la apreciación 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 los recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre los recursos desembolsados y la amortización de capital, fue negativa en US\$30.0 millones.

En cuanto a los desembolsos de los préstamos al Gobierno Central en el período, los más significativos provinieron del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- por US\$6.6 millones y del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE- por US\$4.1 millones.

¹⁶ Excluye la deuda externa del Banco de Guatemala, la que al 31 de marzo de 2005 se situó en US\$1.8 millones, igual al saldo registrado en diciembre de 2004.

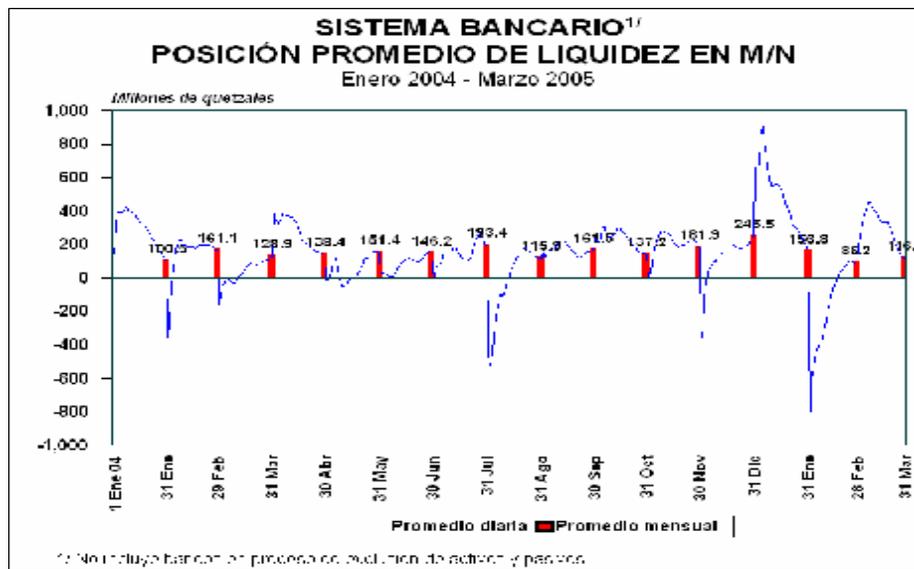


D. SECTOR FINANCIERO

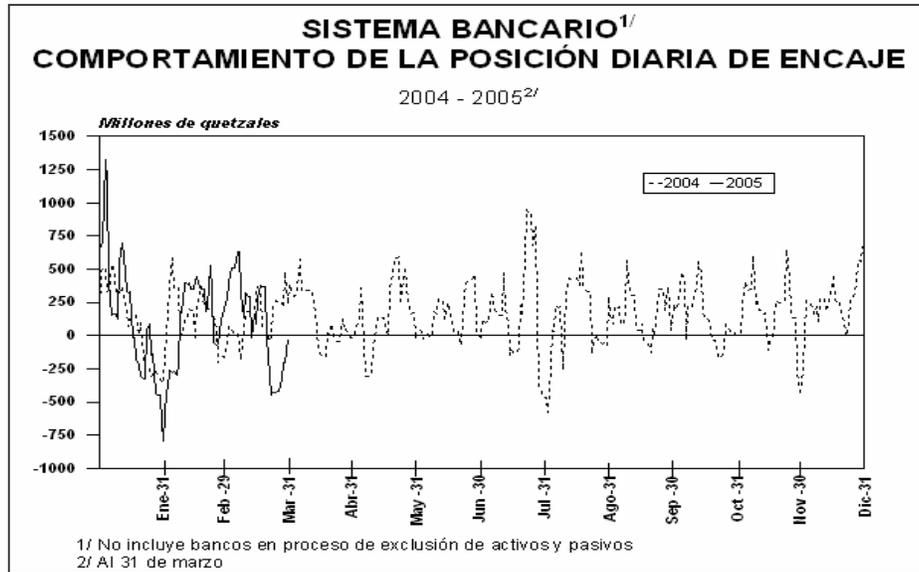
1. Liquidez bancaria

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 período enero-marzo de 2005, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos y moderados de liquidez. En efecto, dicha variable se situó en Q156.8 millones en enero, Q86.2 millones en febrero y Q116.4 millones en marzo.

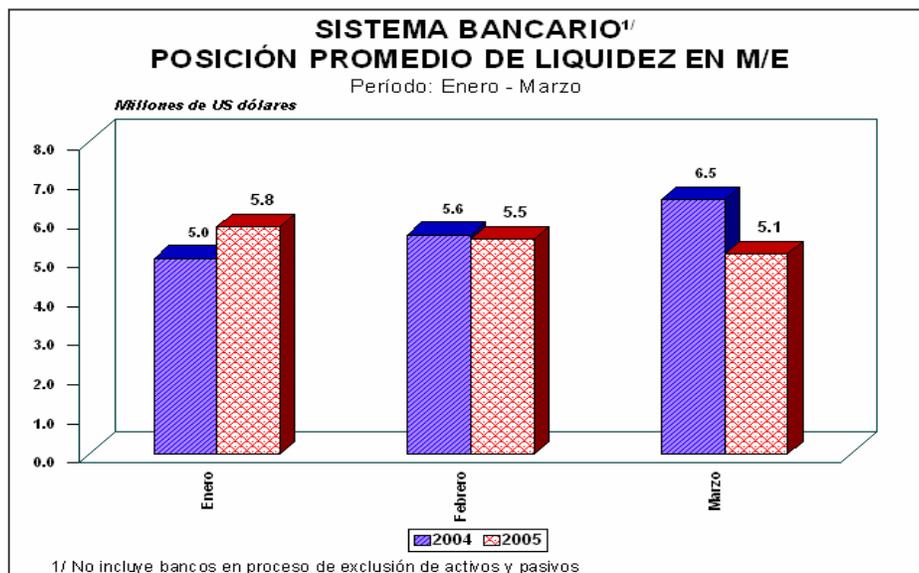


Por su parte, la liquidez diaria que los bancos registraron de enero a marzo de 2005 también muestra una estabilidad similar respecto al comportamiento que ésta observó durante el año previo. Al respecto, entre enero y marzo del presente año la liquidez diaria registró su punto máximo el 5 de enero, al situarse en Q902.3 millones y su nivel más bajo fue de -Q798.2 millones, correspondiente al 1 de febrero. Al 31 de marzo el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en -Q24.4 millones.



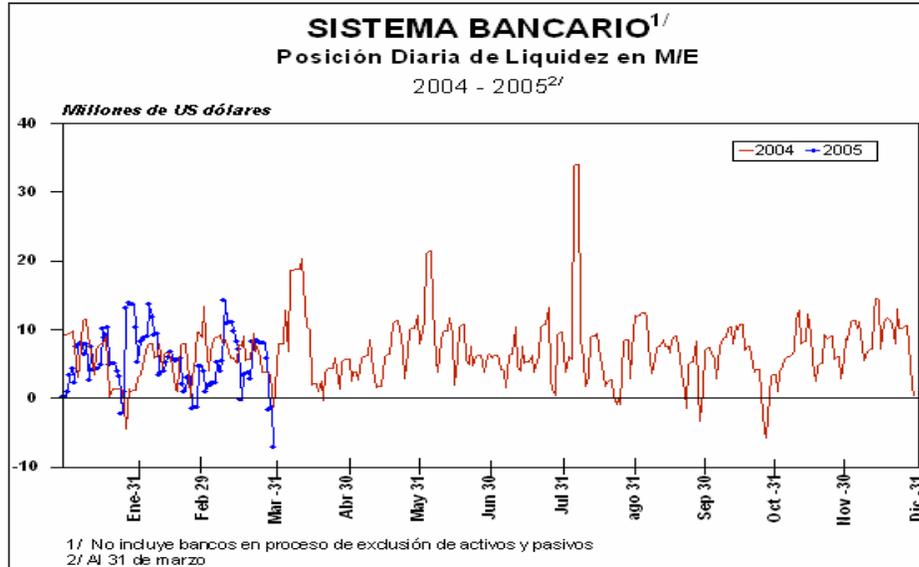
b) En moneda extranjera

Durante el primer trimestre de 2005, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera mostró un comportamiento estable, también medida por la sumatoria resultante de los excedentes y deficiencias de encaje, situándose, en enero, febrero y marzo en US\$5.8 millones, US\$5.5 millones y US\$5.1 millones, respectivamente.





Por su parte, durante el primer trimestre de 2005, la liquidez diaria en moneda extranjera mostró un comportamiento relativamente estable, similar al observado en el mismo período del año previo, registrando su nivel mínimo el 26 de enero (-US\$2.3 millones) y el nivel máximo el 10 de marzo (US\$14.2 millones).

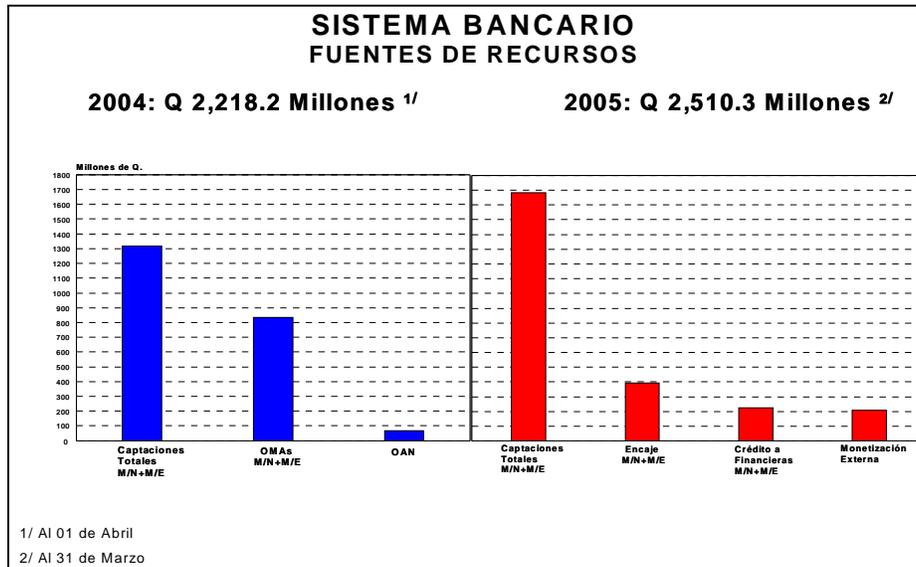


2. Créditos para solventar deficiencias temporales de liquidez

Al 31 de marzo de 2005 el saldo de los adelantos otorgados con anterioridad a la vigencia del Decreto Número 16-2002 del Congreso de la República, Ley Orgánica del Banco de Guatemala, se situó en Q457.1 millones. A partir de la fecha en que cobró vigencia el decreto mencionado, el Banco de Guatemala no ha otorgado crédito al sistema bancario para solventar deficiencias temporales de liquidez.

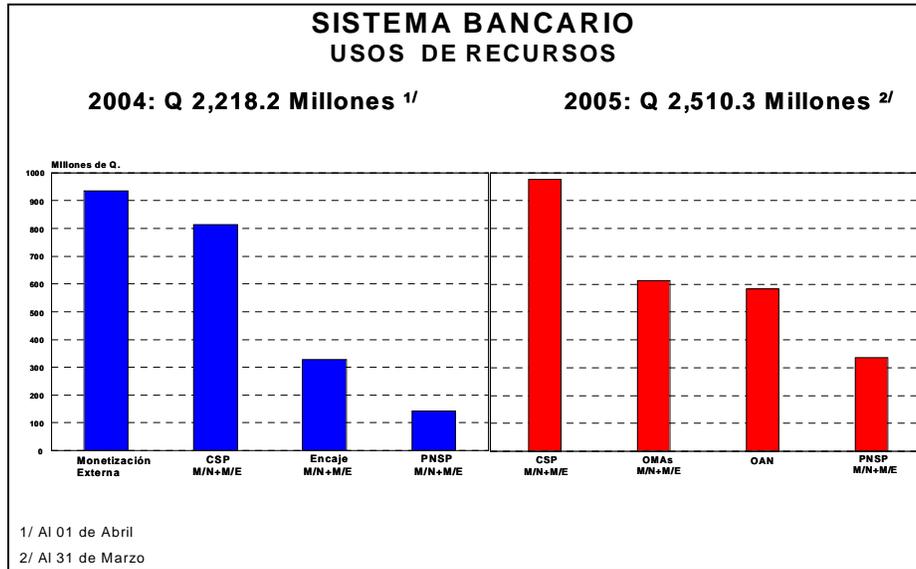
3. Fuentes y usos de fondos

Al 31 de marzo de 2005 el sistema bancario había obtenido recursos de otros sectores para realizar su función de intermediación financiera por un monto de Q2,510.3 millones, en tanto que para similar período del año anterior éstos ascendieron a Q2,218.2 millones.



Como se puede apreciar en la gráfica, en el primer trimestre de 2005 las principales fuentes de recursos del sistema bancario estuvieron constituidas por las captaciones totales de depósitos del público (en moneda nacional y en moneda extranjera) por Q1,680.7 millones, por la disminución del encaje bancario total por Q394.0 millones, por la desinversión en moneda nacional y en moneda extranjera de valores de financieras por Q226.8 millones y por la disminución de su posición externa por Q208.8 millones. Por su parte, en 2004 las principales fuentes de recursos fueron las captaciones totales de depósitos del público por Q1,317.3 millones y la desinversión en Certificados de Depósitos a Plazo -CDPs- del Banco de Guatemala por Q832.5 millones.

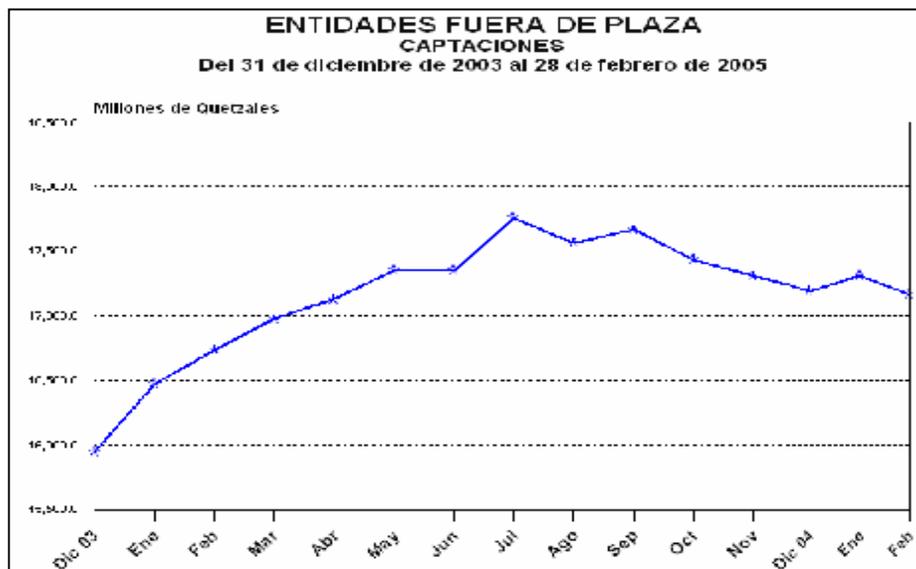
En cuanto a los principales usos de fondos que el sistema bancario dio a los referidos recursos (Q2,510.3 millones), como se aprecia en la gráfica siguiente, en 2005 se destinaron Q977.0 millones al otorgamiento de crédito al sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera, Q613.8 para realizar inversiones en CDPs del Banco de Guatemala y Q336.3 millones a la inversión en valores públicos. Por su parte, en 2004 el uso de los recursos por un monto de Q2,218.2 millones fue principalmente para mejorar su posición externa neta por Q934.3 millones, para otorgar crédito al sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera por Q814.3 millones y para mejorar su posición de encaje total por Q327.9 millones.



4. Entidades fuera de plaza (*offshore*)

a) Captaciones

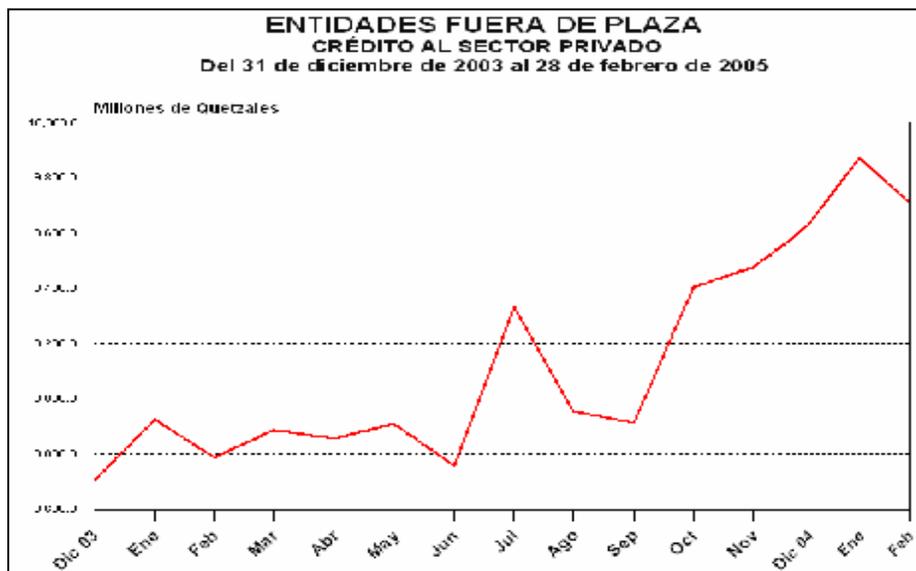
Las captaciones de las entidades fuera de plaza (*offshore*) al 28 de febrero de 2005, registraron un nivel por el equivalente de Q17,166.1 millones, con una disminución de Q22.5 millones (0.1%) respecto del saldo registrado al 31 de diciembre de 2004 y superior en Q411.3 millones (2.5%) respecto del saldo registrado al 29 de febrero de 2004. Cabe indicar que al 31 de diciembre de 2004, las captaciones de las entidades fuera de plaza representaban el 31.9% del total de captaciones del sistema bancario nacional, en tanto que al 28 de febrero de 2005, dicha proporción se situó en 31.8%.





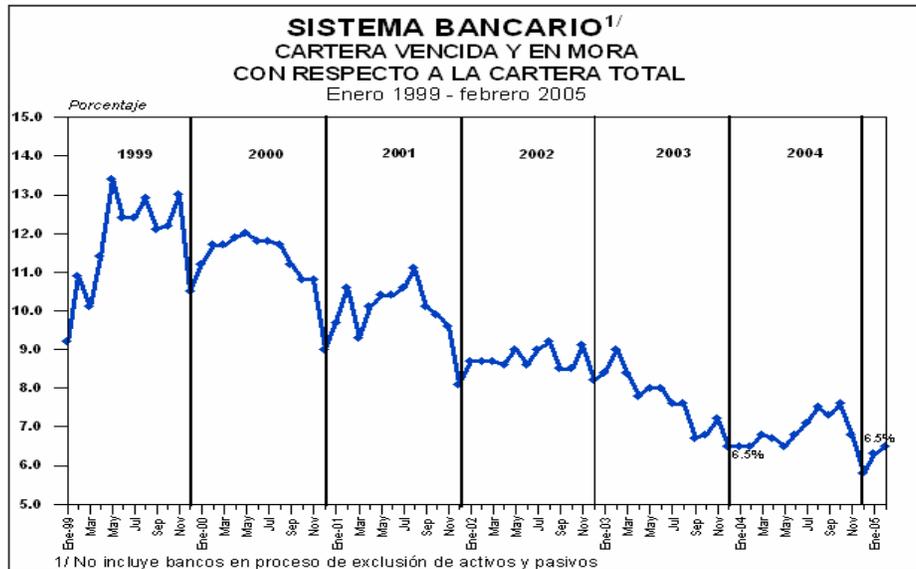
b) Crédito al sector privado

El crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado al 28 de febrero muestra un saldo por el equivalente de Q9,708.5 millones, superior en Q73.3 millones (0.8%) al registrado el 31 de diciembre de 2004 y superior en Q921.4 millones (10.5%) respecto del saldo registrado al 29 de febrero de 2004. Cabe indicar que a finales del año previo, el crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado representaba un 23.4% del total otorgado por el sistema bancario nacional, en tanto que al 28 de febrero de 2005, dicha proporción se situó en 23.3%.

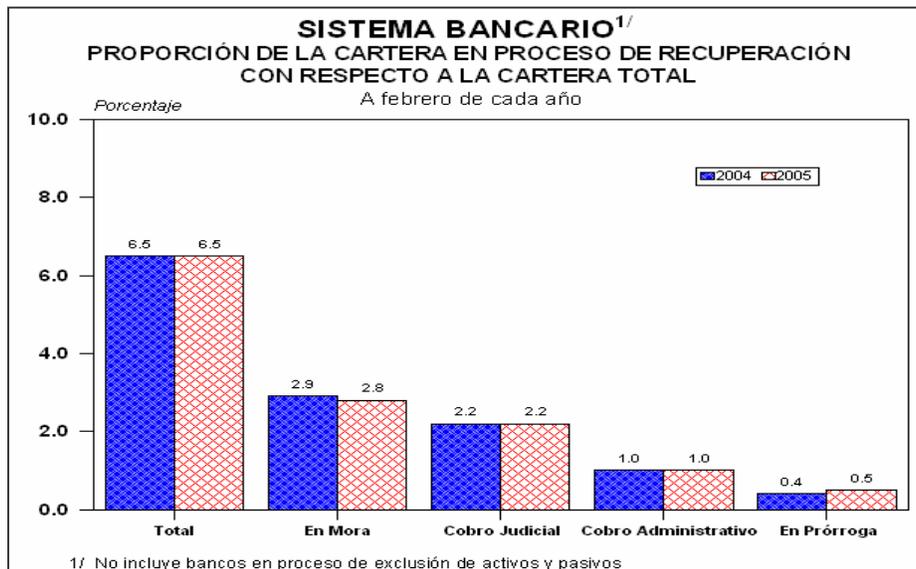


5. Cartera vencida y en mora

La cartera vencida más la cartera en mora del sistema bancario (cartera contaminada), excluyendo la cartera de los bancos en proceso de exclusión de activos y pasivos, a febrero de 2005 muestra la misma proporción que mostraba a febrero de 2004. En este sentido, al 28 de febrero de 2005 dicha cartera se situó en Q2,391.2 millones, monto que representa el 6.5% del total de la cartera del sistema bancario. En particular, la cartera vencida representa el 3.7% (3.6% a febrero de 2004) y la cartera en mora representa el 2.8% (2.9% a febrero de 2004).



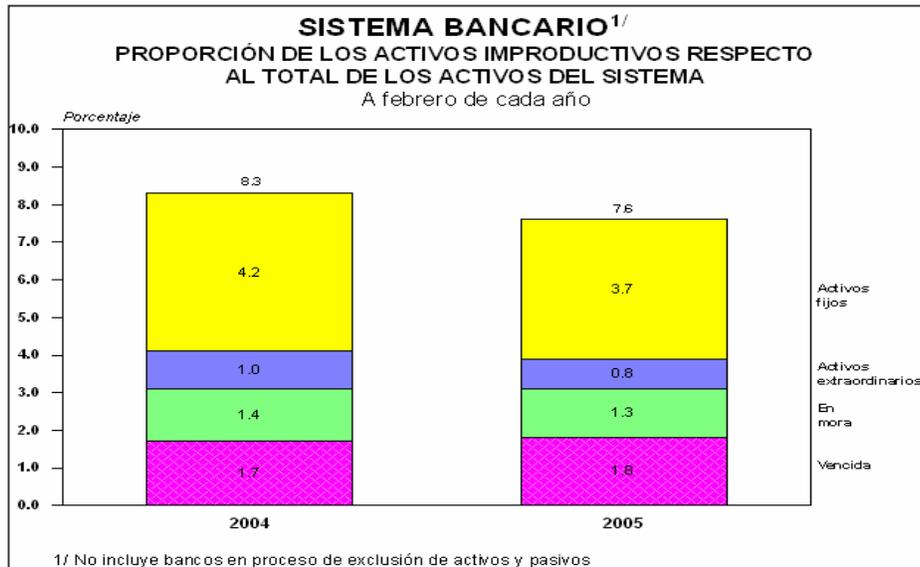
Al evaluar la proporción que representa cada uno de los rubros que integran la cartera en proceso de recuperación con respecto a la cartera total, se observa que de febrero de 2004 a febrero de 2005 la cartera en mora mostró una leve reducción, al pasar de 2.9% a 2.8%, mientras que las carteras en cobro administrativo y en cobro judicial mantuvieron el mismo nivel de febrero de 2004, 1.1% y 2.2%, respectivamente. En contraste, la cartera en proceso de prórroga aumentó levemente, al situarse en 0.5% (0.4% a febrero 2004).



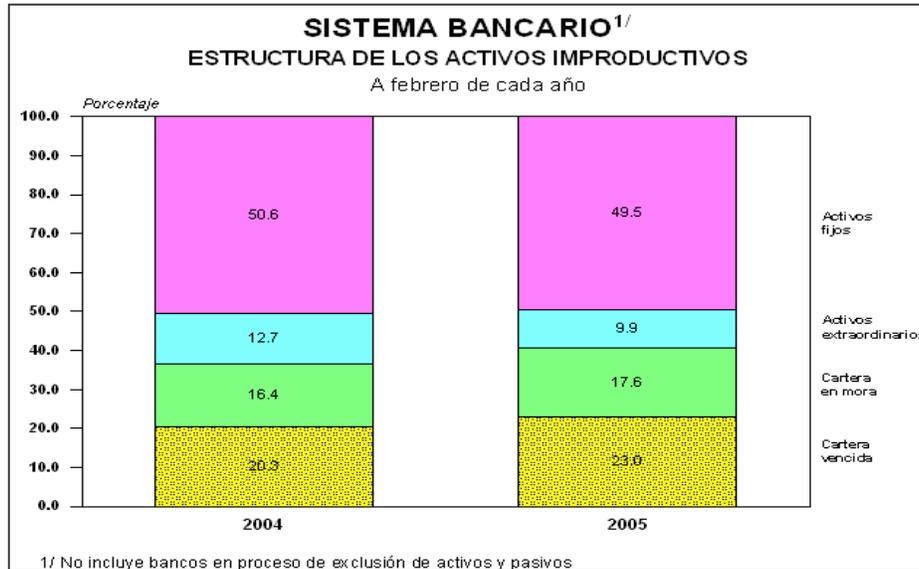


6. Activos improductivos

El indicador de activos improductivos del sistema bancario (integrados por la cartera contaminada, los activos extraordinarios y los activos fijos) como proporción de los activos totales, continuó su tendencia hacia la baja, situándose en 7.6% en febrero de 2005 (8.3% en febrero de 2004).



En cuanto a la estructura de los activos improductivos, cabe indicar que de febrero de 2004 a febrero de 2005 los activos fijos y los activos extraordinarios netos disminuyeron su participación respecto al total de activos improductivos, al pasar de 50.6% a 49.5% y de 12.7% a 9.9%, respectivamente. En contraste, en el mismo período la cartera vencida y la cartera en mora aumentaron su participación, al pasar de 20.3% a 23.0% y de 16.4% a 17.6%, respectivamente.



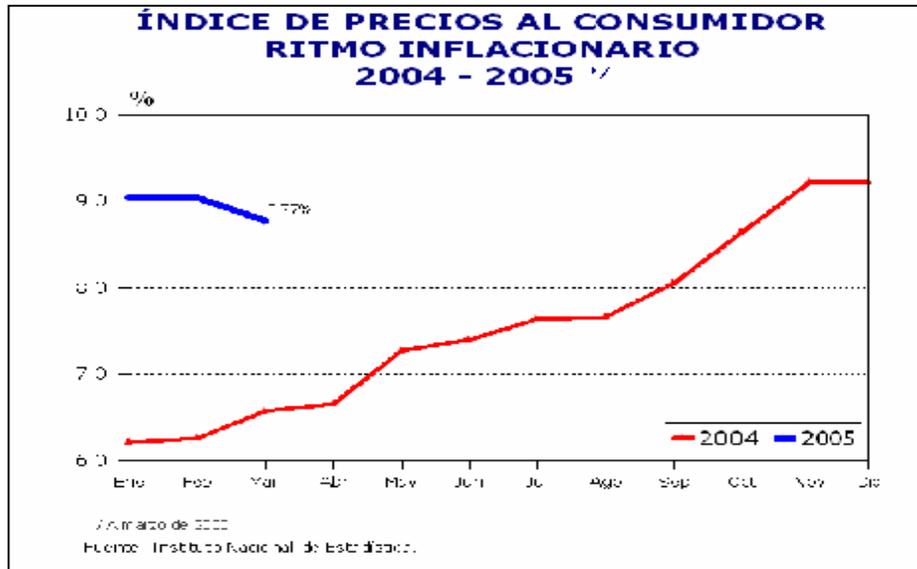
La disminución de los activos fijos se debe a las depreciaciones de los bienes muebles e inmuebles, en tanto que la reducción en los activos extraordinarios netos se debe al aumento de las estimaciones por valuación de los mismos y por la venta de algunos de esos activos.

IV. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. META DE INFLACIÓN A MARZO

1. IPC total

De conformidad con el Índice de Precios al Consumidor -IPC- elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 31 de marzo de 2005, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 8.77%, porcentaje que se sitúa por encima de la meta para fin de año establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 (4.0% - 6.0%). El referido porcentaje resulta superior en 2.20 puntos porcentuales al observado en marzo de 2004 (6.57%).



El comportamiento observado en la inflación interanual a marzo de 2005 refleja, principalmente, el incremento que dentro del IPC registró la división de gasto **Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar** (ponderación 38.75%) con una variación interanual de 12.88% y que explica el 60.35% de la variación interanual del IPC.

Otras divisiones de gasto que en adición a la mencionada inciden en el comportamiento del ritmo inflacionario son: **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros; Transporte y comunicaciones; y, Mobiliario, equipo de la vivienda y mantenimiento de rutina del hogar**, las que en conjunto, incluyendo **Alimentos y bebidas**, representan el 82.83% del ritmo inflacionario a marzo de 2005.



ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
RITMO INFLACIONARIO
NIVEL REPÚBLICA
(Base: Diciembre 2000 = 100.0)
Marzo 2005

DIVISIÓN DE GASTO	Ponderación de Gasto	Marzo de 2004	Marzo de 2005	Ritmo Inflacionario 1/	Participación en el Ritmo Inflacionario 2/	Participación en el Ritmo Inflacionario como Porcentaje 3/
ÍNDICE GENERAL	100.00	126.28	137.35	8.77	8.77	100.00
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	133.81	151.05	12.88	5.29	60.35
2. Vestuario y calzado	7.94	118.41	122.56	3.50	0.26	2.98
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	117.60	127.78	8.66	0.81	9.19
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mantenimiento de rutina de la casa	7.95	120.34	128.83	7.06	0.54	6.10
5. Salud	5.48	124.26	130.19	4.77	0.26	2.94
6. Transporte y comunicaciones	10.92	113.30	120.60	6.44	0.63	7.19
7. Recreación y cultura	6.83	129.82	133.90	3.14	0.22	2.51
8. Educación	5.60	134.16	142.99	6.58	0.39	4.47
9. Bienes y Servicios Diversos	6.53	124.59	131.84	5.82	0.37	4.27

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.

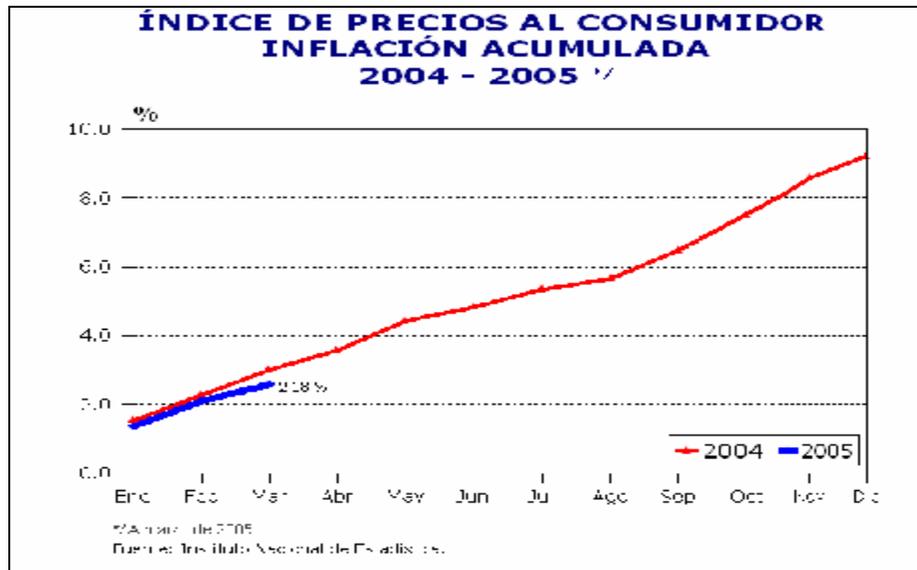
En el comportamiento de la división de gasto **Alimentos, bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar** influyeron, principalmente, los grupos de gasto *Pan y cereales*, debido al incremento en los precios medios de las tortillas (40.72%) y del pan (26.04%); *Hortalizas, legumbres y tubérculos*, destacando el incremento en el precio medio del tomate (69.64%); *Comidas preparadas fuera del hogar*, cuyo comportamiento fue determinado por el incremento en el precio medio de los almuerzos (4.07%) y los desayunos (5.79%); y, *Carnes*, como resultado de variaciones significativas en los precios medios de la carne de aves (9.46%).

La división de **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros** registró un crecimiento interanual de 8.66%, determinado, fundamentalmente, por el incremento en el precio medio del gas propano, de la energía eléctrica y de los alquileres de vivienda, cuyas variaciones son de 19.12%, 13.50% y 4.99%, respectivamente.

En cuanto a la división de **Transporte y comunicaciones**, ésta tuvo una variación interanual de 6.44% determinada, principalmente, por el alza registrada en el precio del transporte extraurbano y del transporte urbano, con variaciones de 16.70% y 8.15%, respectivamente.

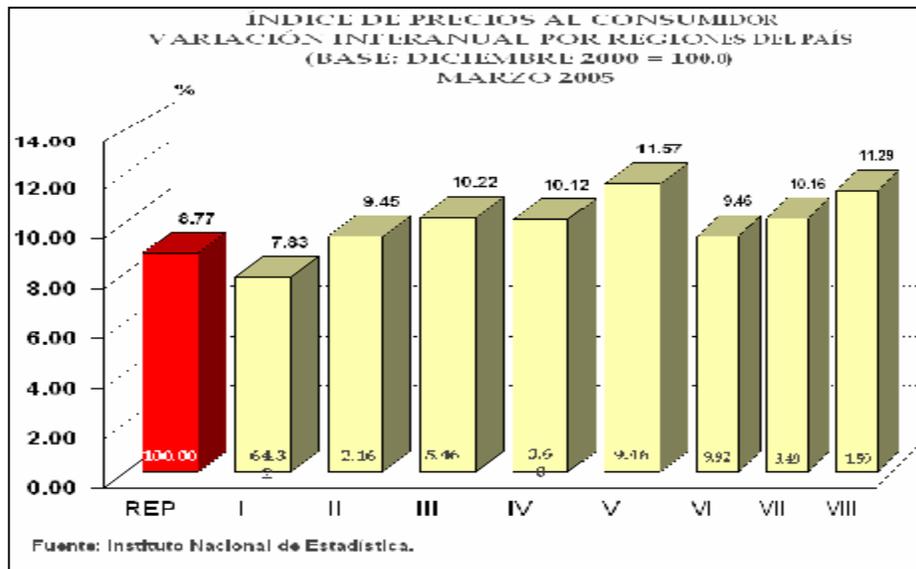


En cuanto a la inflación acumulada a marzo del presente año, a nivel república, ésta alcanzó una variación de 2.58%, inferior en 0.44 puntos porcentuales a la registrada en el mismo período del año anterior (3.02%).



A nivel de regiones¹⁷, la Región V (Central) registró el ritmo inflacionario más alto, 11.57%; la Región VIII (Petén) registró una variación interanual de 11.29%; y, la Región I (Metropolitana), que tiene una ponderación de 64.32% en el total por regiones, presentó el ritmo inflacionario más bajo, con una variación interanual de 7.83%, inferior en 0.94 puntos porcentuales al ritmo inflacionario a nivel república (8.77%).

¹⁷ 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 (Petén).



2. Inflación subyacente

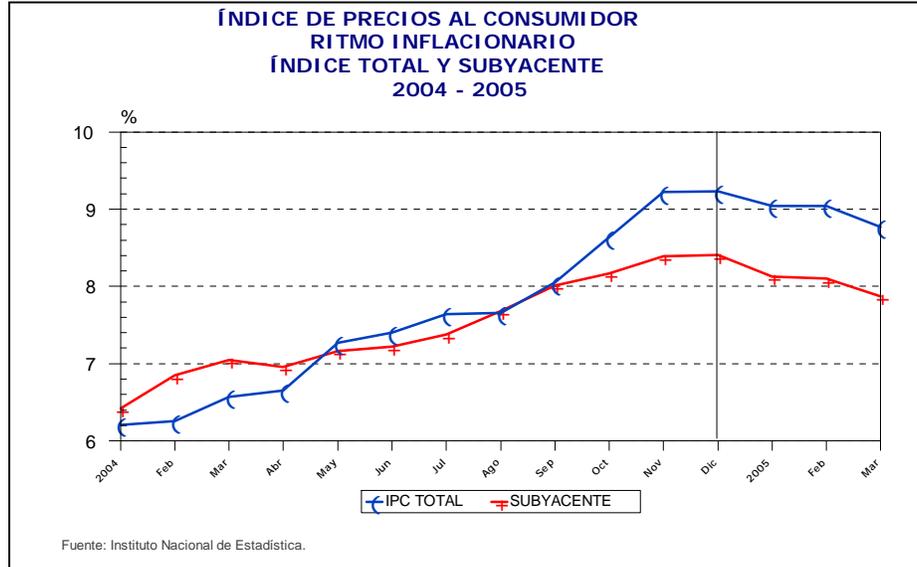
La inflación subyacente es la tasa de crecimiento de un índice de precios que, con el propósito de eliminar distorsiones en su cálculo, excluye algunos bienes y servicios cuyos precios son altamente volátiles o están sujetos a choques externos. A este respecto, para el caso de Guatemala, se excluyen 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%.

A nivel república, la inflación subyacente registró a marzo de 2005 una variación interanual de 7.87%, inferior en 0.90 puntos porcentuales a la inflación total (8.77%), diferencia determinada, principalmente por los incrementos registrados en *Hortalizas, legumbres y tubérculos* (28.34%); en el *Gas manufacturado y natural y gases licuados de petróleo* (19.12%) en *Frutas frescas, secas y en conserva* (11.96%); y *Gasolinas* (5.92%).

Cabe mencionar que a partir de septiembre de 2004 la inflación subyacente muestra un comportamiento inferior a la inflación total, lo que es consecuencia principalmente, de que los precios medios de la gasolina y el gas propano registraron alzas significativas en el IPC total.



En el comportamiento del ritmo inflacionario subyacente a marzo de 2005, es determinante la evolución de los precios del pan y de los productos de tortillería, que en conjunto explican el 32.12% del mismo.

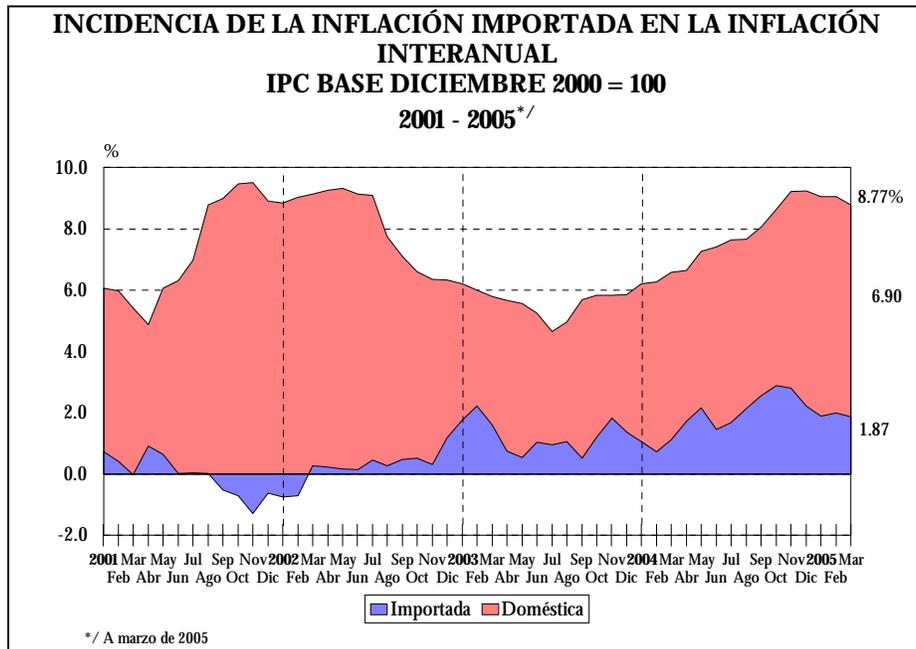


Cabe mencionar que la tendencia al alza que venía mostrando la inflación subyacente durante 2004 se ha revertido en los primeros tres meses del presente año.

3. Inflación importada¹⁸

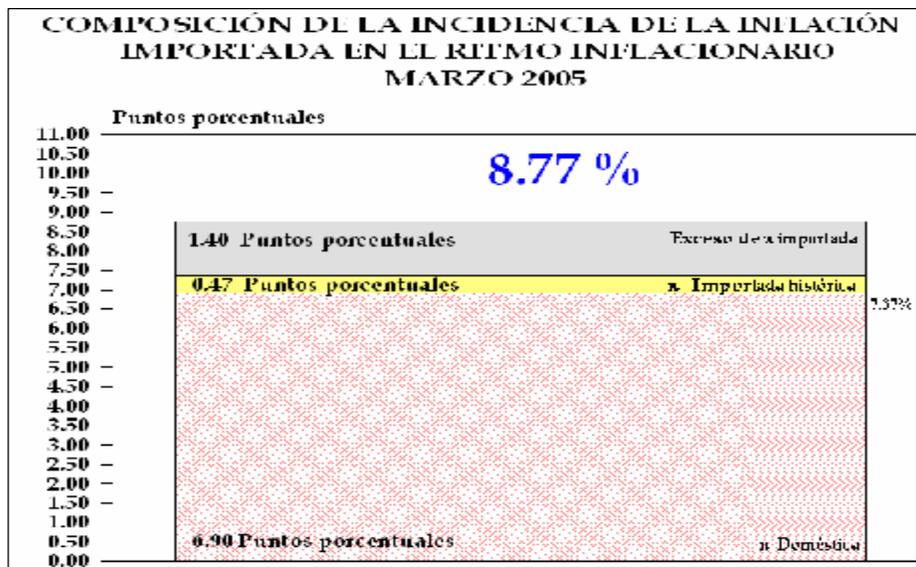
La inflación registrada a marzo de 2005 está influenciada por la denominada inflación importada, la cual a su vez, responde principalmente al alza en el precio internacional del petróleo. De la inflación total registrada a marzo de 2005 (8.77%), 1.87 puntos porcentuales correspondieron a inflación importada y 6.90 puntos porcentuales a inflación doméstica.

¹⁸ Es aquella que refleja el alza de los precios de los productos importados que se incluyen en el IPC. Un análisis extenso sobre este tema se encuentra en el Memorandum Informativo Conjunto 1-2004, del 22 de octubre de 2004, relativo a la relación entre la política monetaria y la inflación importada (puede consultarse en el sitio de Internet del Banco de Guatemala).



Adicionalmente, durante el período 2001 – 2003, en promedio, 0.47 puntos porcentuales de la inflación son atribuibles a la inflación importada. En esos años, el comportamiento de los precios del petróleo fue estable, por lo que el promedio referido puede considerarse como un nivel histórico normal.

En ese contexto, si al dato de inflación importada a marzo de 2005 se le deduce el promedio de referencia, se tiene un exceso de inflación importada de 1.40 puntos porcentuales. Como se ilustra en la gráfica siguiente, si a la inflación total (8.77%) se le deduce el exceso de inflación importada, el ritmo inflacionario a marzo habría sido de 7.37%.





Por último, cabe indicar que en el primer trimestre de 2005 disminuyó la incidencia directa de la inflación importada en el ritmo inflacionario, la cual pasó de 2.21 puntos porcentuales en diciembre de 2004 a 1.87 puntos porcentuales en marzo de 2005. En este sentido, se esperaría que dicho comportamiento continúe durante el resto del año, especialmente si se toma en cuenta que la mayor incidencia en el ritmo inflacionario derivada del alza del precio internacional del petróleo se dio en los meses de mayo, septiembre, octubre y noviembre de 2004.

B. TASAS DE INTERÉS

1. De operaciones de mercado abierto -OMAs-

a) En moneda nacional

Durante el período comprendido de enero a marzo de 2005, en las operaciones de mercado abierto de corto plazo que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero y en las bolsas de valores, la tasa de interés del plazo de 7 días¹⁹ mostró un leve incremento, como consecuencia del alza nominal de 20 puntos básicos decidida por el Comité de Ejecución a partir del 21 de febrero, medida adoptada con el propósito de coadyuvar a abatir las expectativas inflacionarias.

En cuanto a la tasa de interés del plazo de 28 días, la misma se mantuvo en 3.24% durante enero y febrero. A partir de marzo el Comité de Ejecución acordó trasladar dicho plazo al mecanismo de licitación, conforme al principio de participación en el mercado de dinero, contenido en la política monetaria para 2005, en cuanto a converger hacia el uso de una sola tasa de interés líder para las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo.

Cabe destacar que a partir de enero el Comité de Ejecución decidió suprimir el plazo de 14 días, en virtud de que en las estadísticas de 2004 se muestra que para el mismo hubo poca demanda. Asimismo, en cuanto al plazo de 91 días, se optó porque se utilice únicamente en el mecanismo de

¹⁹ El Comité de Ejecución, en su sesión del 21 de enero, luego de conocer el resultado de los estudios técnicos correspondientes, estableció que a partir del 24 de enero la tasa de interés correspondiente al plazo de 7 días sería la tasa de interés líder de la política monetaria, por ser ésta la que más influencia ejerce sobre el comportamiento de la inflación.



licitación, dado que dicho plazo responde más a decisiones de inversión financiera que a manejo de liquidez de corto plazo.

TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO
MESA ELECTRÓNICA BANCARIA DE DINERO Y BOLSAS DE VALORES
DE DICIEMBRE 2004 A MARZO 2005
- En Porcentajes-

PLAZO EN DÍAS	DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO
7	2.55	2.55	2.72	2.75
14	2.61	-	-	-
28	3.24	3.24	3.24	-
91	6.10	-	-	-

Por su parte, las tasas de interés de operaciones de mercado abierto en el mecanismo de licitación fueron determinadas por las condiciones del mercado, como consecuencia de que el Comité de Ejecución acordó que a partir del 4 de enero de 2005 el Banco de Guatemala modificara su participación en dicho mecanismo, para lo cual, con el objetivo de eliminar la práctica de fijar las tasas de interés para los plazos mayores a 28 días²⁰, determinó la creación de límites máximos (cupos) para cada uno de dichos plazos, los cuales se fijaron en función, fundamentalmente, de los espacios monetarios determinados conforme al flujo de monetización. Las licitaciones se realizaron en forma diaria hasta el 28 de enero, fecha en que el Comité de Ejecución acordó que el Banco de Guatemala, a partir del 31 de enero, convocara a licitación tres veces por semana (lunes, miércoles y viernes) en lugar de realizarlas diariamente, medida que se tomó en consistencia con el objetivo de reducir gradualmente la frecuencia de las licitaciones, velando, a la vez, porque los mercados estén debida y previamente informados de tales cambios.

En la tabla siguiente puede observarse que, en general, las tasas de interés promedio ponderado mensual a los distintos plazos mostraron un comportamiento a la baja con respecto a las observadas a finales de diciembre de 2004.

²⁰ Como se indicó, a partir de marzo el plazo de 28 días se trasladó al mecanismo de licitación. En ese mes, dicho plazo registró una tasa promedio ponderado de 3.18%, inferior a la que se observó en enero y febrero (3.24%), cuando estuvo en el mecanismo de la MEBD y bolsas de valores.

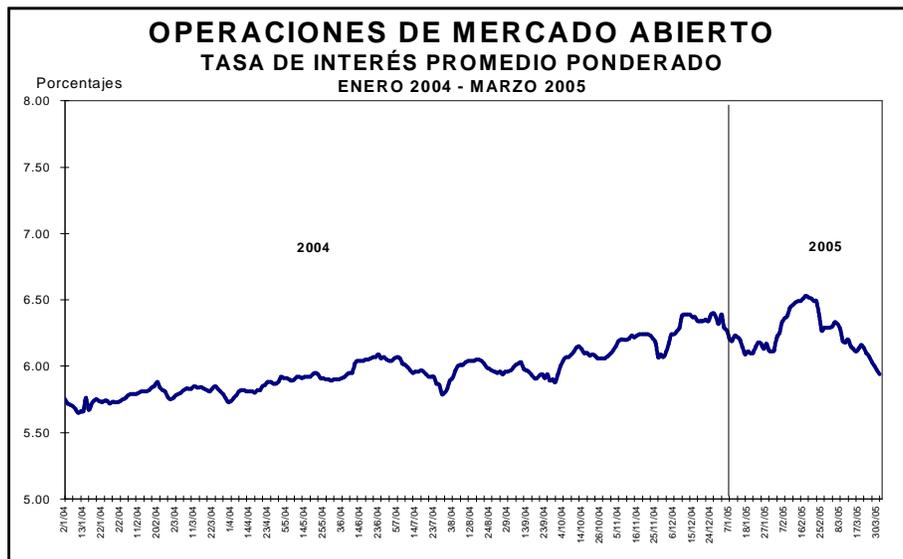


**TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO MENSUAL
DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO
LICITACIÓN
DE DICIEMBRE 2004 A MARZO 2005
- En Porcentajes -**

PLAZO EN DÍAS	DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO
28	-	-	-	3.18
91	6.10	5.77	5.99	5.53
182	6.15	5.84	6.11	5.94
364	6.50	6.13	6.50	6.48
728	7.15	6.83	7.06	7.04
1092 a/	-	7.85	7.95	7.96
1456 a/	8.20	7.97	-	8.02

a/ Estos plazos dejaron de convocarse a licitación a partir del 21 de marzo de 2005.

Derivado de lo anterior, la tasa de interés promedio ponderado del saldo total de las operaciones de mercado abierto, durante el período de enero a marzo de 2005 mostró un comportamiento a la baja al pasar de 6.32% a 5.94%.



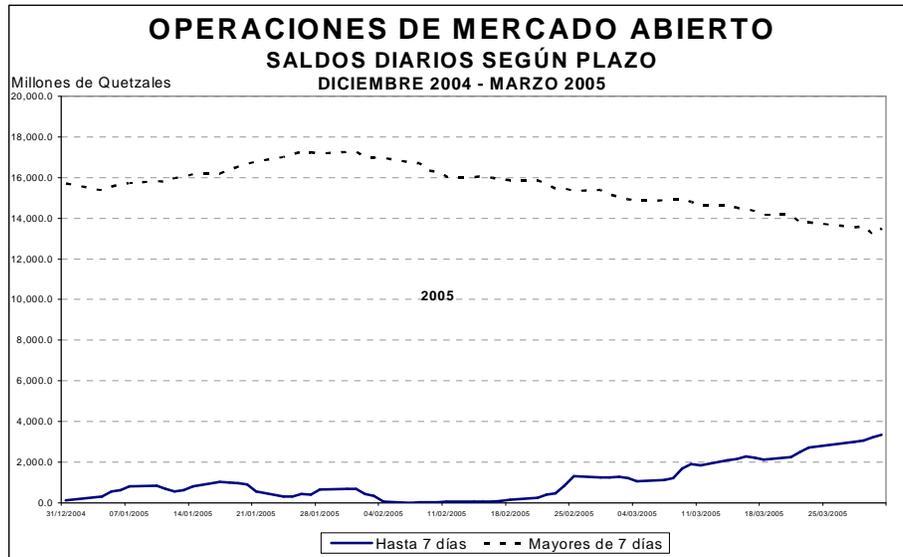
Por otra parte, al analizar las operaciones de mercado abierto por plazo de colocación, éstas pueden dividirse a corto plazo (a 7 días) y a mayor plazo (superiores a 7 días).

Al 31 de marzo de 2005 el saldo vigente del total de operaciones de mercado abierto se situó en Q16,845.4 millones²¹. Como

²¹ Incluye saldo vencido pendiente de pago por Q5.0 millones.



puede observarse en la gráfica siguiente, durante el período analizado el saldo de las operaciones a mayor plazo representa el 80.0% del saldo vigente.



Adicionalmente, cabe indicar que durante el primer trimestre de 2005 las colocaciones netas a mayor plazo disminuyeron Q2,216.4 millones, en tanto que las colocaciones netas a corto plazo aumentaron Q3,207.6 millones.

Por otra parte, en cuanto a las operaciones de inyección de liquidez, el Comité de Ejecución, en las primeras tres semanas de enero acordó mantener posturas de oferta de liquidez a 7 días plazo, a una tasa de interés inicial de alrededor de 11.0% y el 21 de enero de 2005 acordó disminuirla a 7.65%, en congruencia con el lineamiento de buscar que dicha tasa converja gradualmente con la tasa de captación a ese mismo plazo (2.75%), a fin de evitar fluctuaciones excesivas en la tasa de interés de corto plazo.

b) En moneda extranjera

Durante el primer trimestre de 2005 el Banco de Guatemala continuó convocando a licitación de depósitos a plazo expresados en dólares de los Estados Unidos de América, con el propósito de coadyuvar a reducir la volatilidad observada en el tipo de cambio. Las licitaciones se realizaron en forma diaria hasta el 7 de enero de 2005, fecha en que el Comité



de Ejecución acordó que el Banco de Guatemala, a partir del 10 de enero, convocara a esta clase de licitaciones los martes y jueves de cada semana en lugar de realizarlas en forma diaria, para lo cual consideró, por una parte, que en el mercado no se había manifestado una mayor demanda y, por otra, que dicha medida estaría consistente con la reducción de la frecuencia de las licitaciones expresadas en quetzales.

En el contexto descrito, al 31 de marzo de 2005 el saldo vigente de estas operaciones se situó en US\$25.1 millones, habiéndose colocado US\$10.1 millones en febrero (a una de interés de 2.85%) y US\$15.0 millones en marzo (a una tasa de interés de 2.86%).

2. Tasa parámetro

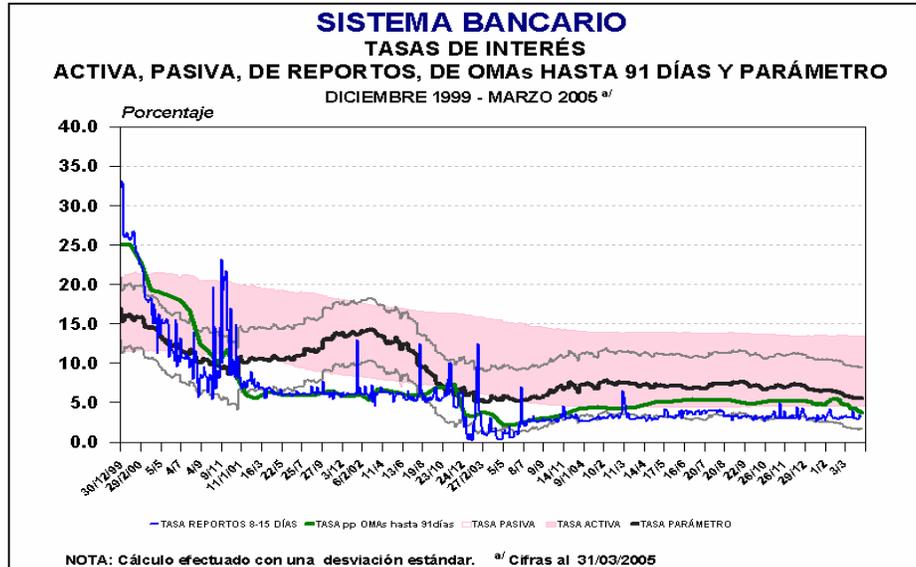
La tasa parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”²², que incorpora ajustes sobre una tasa base (o neutral) en función de diferenciales de inflación, de demanda agregada y de tipo de cambio nominal, de manera que la tasa de interés resultante indique los niveles de tasa de interés que deberían de privar en el mercado para ser compatibles con el nivel de inflación existente. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 establece que la tasa parámetro se comparará tanto con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto entre 8 y 15 días, como con la tasa de interés relevante de las operaciones de estabilización monetaria.

Al 31 de marzo de 2005, la tasa parámetro se ubicó en 5.55% y sus límites superior e inferior, calculados con una desviación estándar, se situaron en 9.50% y 1.60%, respectivamente. Cabe indicar que dados los volúmenes positivos de liquidez observados en el sistema bancario durante el primer trimestre, la tasa de reportos para el plazo de 8 a 15 días se ha mantenido levemente por arriba del límite inferior de la banda de la tasa parámetro. Por su parte, a la misma fecha, la tasa de interés promedio ponderado hasta 91 días plazo de los certificados de depósitos a plazo -CDPs- (tasa de interés relevante de las operaciones de estabilización monetaria), se

²² La Regla de Taylor es un indicador que es utilizado por muchos bancos centrales para orientar las decisiones de participación en el mercado monetario, en virtud de que la misma refleja los ajustes en la tasa de interés por inflación y por exceso de demanda que resultan compatibles con el objetivo fundamental de la política monetaria. En el caso de Guatemala se ha considerado conveniente adicionarle un ajuste por movimientos cambiarios, por lo cual se le ha denominado “Tasa Parámetro”.



situó en 3.74%, situándose dentro de los límites superior e inferior citados, lo que indica que la política monetaria fue neutral.



3. Competitividad externa de la tasa de interés pasiva doméstica

La competitividad externa de la tasa de interés pasiva 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 (en el mercado local) o en moneda extranjera

²³ Cabe indicar que el cálculo de la tasa pasiva de paridad, 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 una aproximación razonable de la competitividad externa de la tasa de interés doméstica.



(en el exterior). 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 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 utiliza la tasa de interés para los depósitos a seis meses plazo en el mercado doméstico de los Estados Unidos de América como una tasa de interés pasiva externa comparable a la tasa de interés pasiva doméstica en moneda nacional (tasa de interés promedio ponderado del sistema bancario nacional para los depósitos a plazo). 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 financiero internacional y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América, correspondientes al mismo plazo.

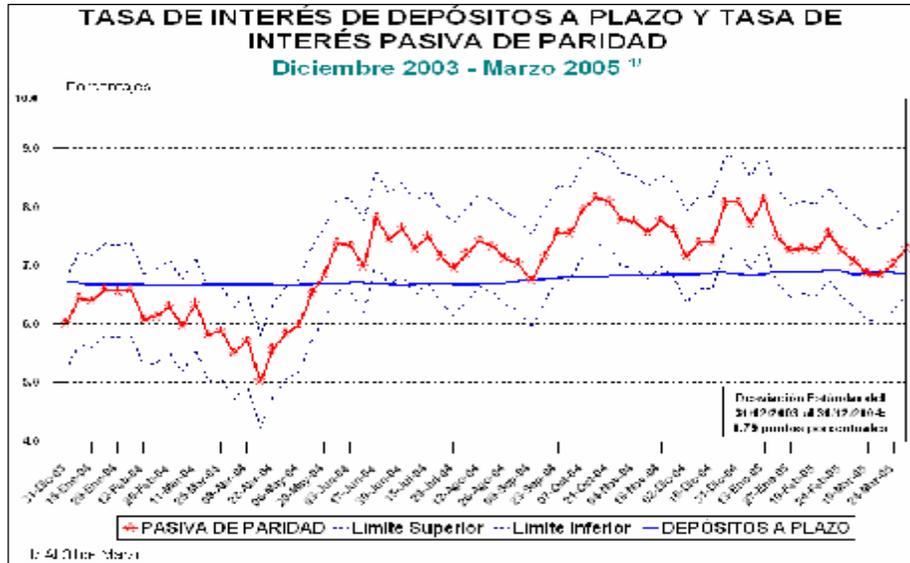
Durante el período de enero a marzo de 2005, se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva doméstica) fue inferior a la tasa pasiva de paridad. Al 31 de marzo de 2005 la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo del sistema bancario alcanzó 6.86%, en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 7.30%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación indicaría a los agentes económicos que durante el primer trimestre de 2005 habría resultado más favorable ahorrar externamente.

En cuanto a la orientación de política monetaria que brinda la citada variable, se observó que al comparar la tasa de interés para los depósitos a plazo con el margen de tolerancia de la tasa pasiva de paridad²⁴, la misma se ubicó en el primer trimestre de 2005, a excepción de las primeras

²⁴ La Junta Monetaria en resolución JM-160-2004 del 29 de diciembre de 2004, acordó que a la tasa pasiva de paridad se le incluyera un margen de tolerancia de +/- una desviación estándar, al considerar una serie semanal con información comprendida entre el 31 de diciembre de 2003 y el 31 de diciembre de 2004, se estableció que una desviación estándar equivale a 0.79 puntos porcentuales.



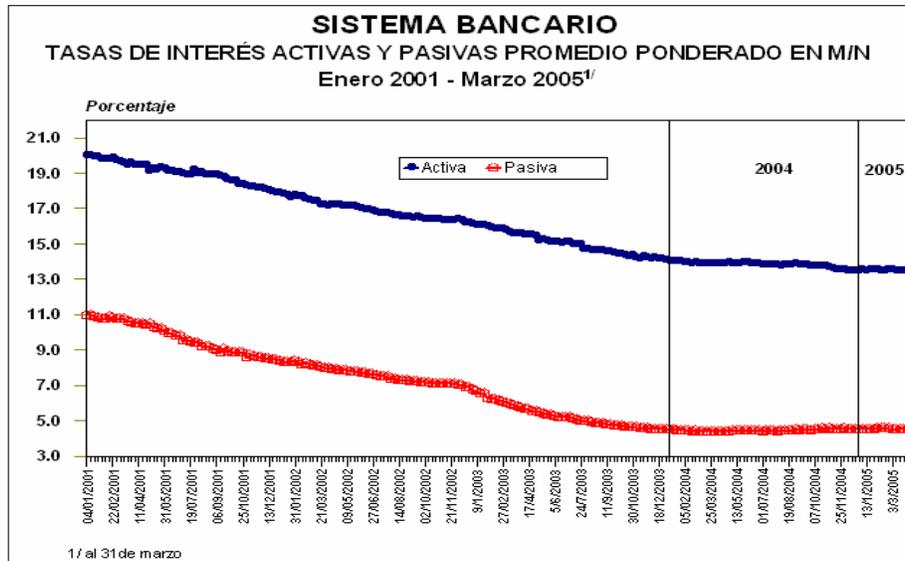
dos semanas de enero, dentro de dicho margen, por lo cual la orientación de dicha variable indicó que la política monetaria se mantuviera invariable.



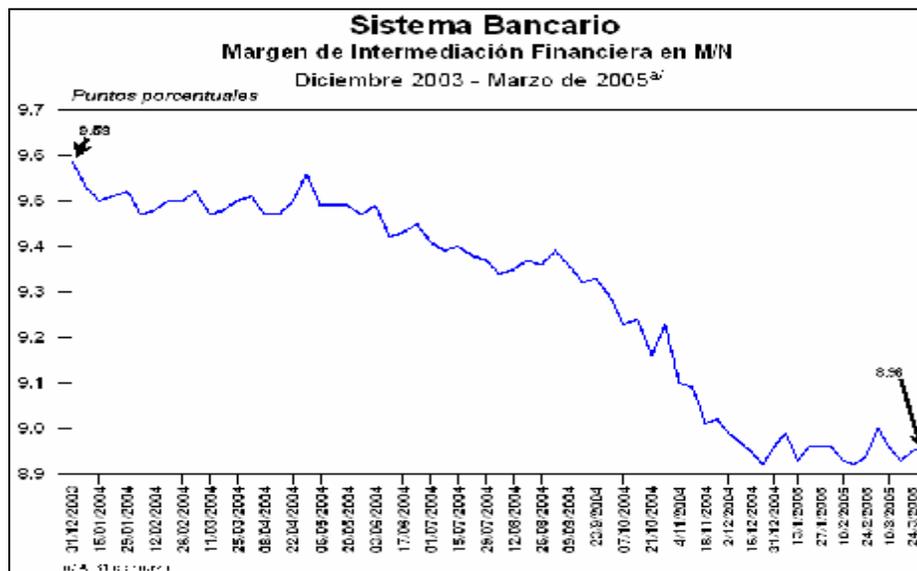
4) Tasas de interés activas y pasivas promedio ponderado del sistema bancario

a) En moneda nacional

De enero a marzo de 2005, las tasas de interés, promedio ponderado, continuaron con un comportamiento estable. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al finalizar marzo se situó en 13.49% anual, inferior en 0.01 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2004 (13.50%); mientras que la tasa pasiva se ubicó en 4.53%, inferior en 0.01 puntos porcentuales respecto de la registrada al 31 de diciembre de 2004 (4.54%).



Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activas y pasivas, el margen de intermediación financiera se mantuvo en 8.96 puntos porcentuales, igual al observado a finales de diciembre de 2004.

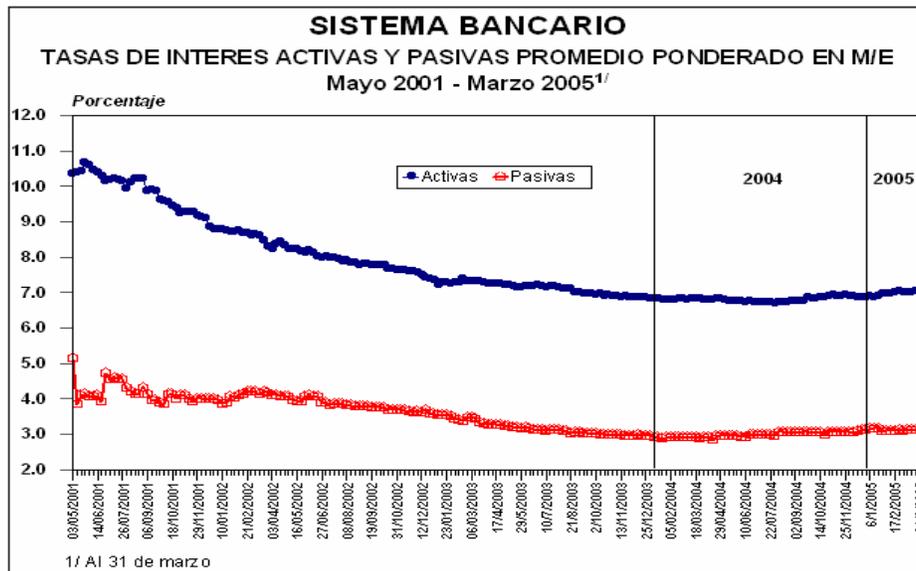


b) En moneda extranjera

Las tasas de interés activas y pasivas, promedio ponderado, en moneda extranjera durante 2005 han mostrado un comportamiento estable, con una leve tendencia hacia el alza. En efecto, la



tasa de interés activa al 31 de marzo se situó en 7.03%, superior en 0.18 puntos porcentuales a la observada al 31 de diciembre de 2004 (6.85%); mientras que la tasa pasiva mostró un aumento de 0.03 puntos porcentuales, hasta situarse el 31 de marzo en 3.14%.



Cabe comentar que como resultado del comportamiento de las tasas de interés activas y pasivas, el margen de intermediación financiera, en moneda extranjera, aumentó en 0.15 puntos porcentuales, al pasar de 3.74 puntos porcentuales en diciembre de 2004 a 3.89 puntos porcentuales en marzo de 2005.

C. EMISIÓN MONETARIA Y PROGRAMA MONETARIO

1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario para 2005, se estima que al finalizar el año la demanda de emisión monetaria crezca en alrededor de 8.0% en relación al nivel observado a finales de 2004, compatible con una tasa de crecimiento esperado de la actividad económica de 3.2% y con la meta de inflación de entre 4% y 6%.

Una de las características de la demanda de emisión monetaria es que su estacionalidad y tendencia permiten predecirla adecuadamente, lo



Central en el Banco de Guatemala por Q584.1 millones. Por su parte, el comportamiento de las operaciones de mercado abierto con el sector privado en dicho período fue monetizante, al disminuir el saldo de dichas operaciones en Q1,024.7 millones.

A partir del 17 de marzo la emisión monetaria se ubicó por debajo del límite inferior del corredor programado, para luego finalizar el trimestre dentro del referido corredor. Dicha situación se explica por el efecto desmonetizante derivado de un incremento en el nivel de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala por alrededor de Q493.0 millones, aspecto que denota el apoyo que la política fiscal ha brindado a la política monetaria en 2005.

2. Análisis del programa monetario al primer trimestre de 2005

La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 determinó, entre otros aspectos, el programa monetario trimestral, que contiene el comportamiento estimado de las principales cuentas del balance del Banco Central, en el que, como se indicó, se estima que la demanda de emisión monetaria crezca alrededor de 8.0% en el año.

A continuación se presenta el cumplimiento del programa monetario para el primer trimestre de 2005.



PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2005
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2004 AL 31 DE MARZO DE 2005
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACIÓN
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	-527	1084	1611
US\$	-66	136	202
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-48	-1286	-1238
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	579	-966	-1545
1.1. Gobierno Central	179	-721	-900
1.2. Resto sector público	399	-245	-644
2. Posición con bancos y financieras.	157	417	260
2.1. Crédito a bancos y financ.	0	-1	-1
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	157	418	261
3. Otros activos netos	320	118	-202
3.1. Gastos y productos	316	166	-150
3.2. Activos netos no clasificados	4	-49	-53
4. Operaciones de mercado abierto	0	-854	-854
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-1103	0	1103
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-575	-201	0 *

Memo:

OMAs totales -704 -1110 -406

* Aun cuando la desviación entre la demanda de emisión monetaria observada y la demanda de emisión monetaria programada es de - Q374.0 millones, en esta columna no se consignó desviación, dado que la demanda de emisión monetaria observada está contenida dentro de la demanda de emisión monetaria programada.

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

a) Monetización externa

El programa monetario previó para el primer trimestre de 2005 una disminución en el nivel de Reservas Monetarias Internacionales (RIN) por Q527.0 millones (US\$66.0 millones); sin embargo, al 31 de marzo las RIN exhibieron un aumento de Q1,084.0 millones (US\$136.0 millones) respecto del nivel observado a finales del año anterior, monto superior en Q1,611.0 millones (US\$202.0 millones) a lo programado para el primer trimestre de 2005. Dicho resultado se deriva de las compras efectuadas por el Banco de Guatemala por medio del SINEDI por US\$198.5 millones.

b) Posición con el sector público

De enero a marzo del presente año el gobierno central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q721.0 millones, lo que



contrasta con la reducción que por Q179.0 millones estaba prevista en el programa monetario.

El aumento en los depósitos del gobierno en el Banco de Guatemala se explica, principalmente, por el financiamiento interno obtenido por la colocación de bonos del tesoro por Q2,229.8 millones, de los cuales Q1,258.6 millones se realizaron por medio del mecanismo de licitación, Q510.0 millones por medio del mecanismo de subasta y Q461.2 millones por medio del mecanismo de negociación directa.

Por su parte, el resto del sector público observó una desmonetización por Q245.0 millones, que contrasta con la monetización prevista de Q399.0 millones. Este resultado se deriva, por una parte, del aumento registrado en sus inversiones en CDPs por Q255.9 millones y, por otra, de la disminución de sus depósitos en el Banco de Guatemala por Q10.9 millones.

c) Posición con bancos y financieras

Según el programa monetario, durante el primer trimestre los bancos del sistema registrarían un flujo monetizante de Q157.0 millones, derivado de la disminución prevista del encaje bancario en el Banco Central por parte de tales entidades. Cabe indicar que el comportamiento observado del referido encaje bancario durante el trimestre fue monetizante en Q418.0 millones, en virtud de la disminución de los depósitos del sistema bancario en el Banco de Guatemala.

d) Resultado operativo de gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al 31 de marzo fue monetizante en Q166.0 millones, monto inferior en Q150.0 millones respecto de lo programado. Dicho efecto monetizante se asocia, principalmente, al pago intereses de las operaciones de mercado abierto, al pago honorarios a administradores de cartera y al resultado neto de funcionamiento, lo que fue contrarrestado por el rendimiento de inversiones y depósitos en el exterior.

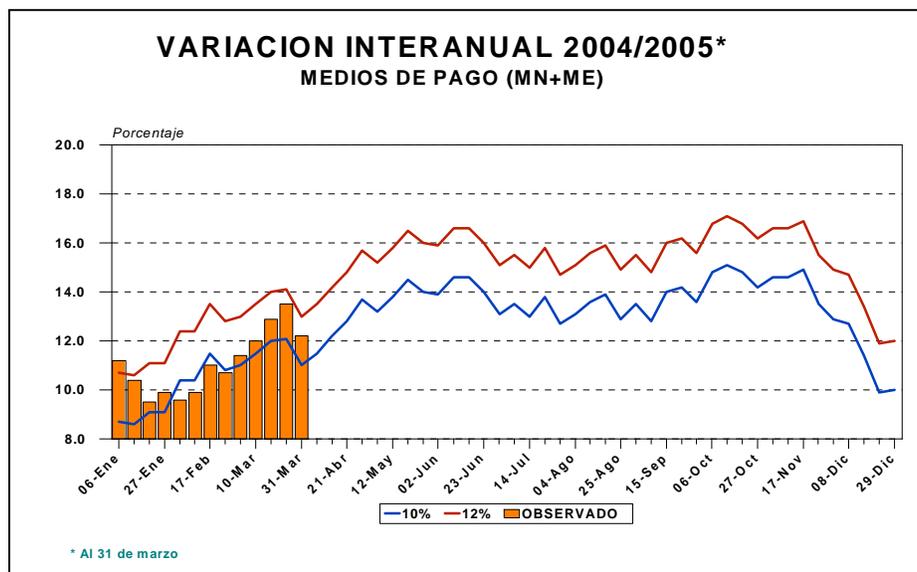


e) Operaciones de mercado abierto

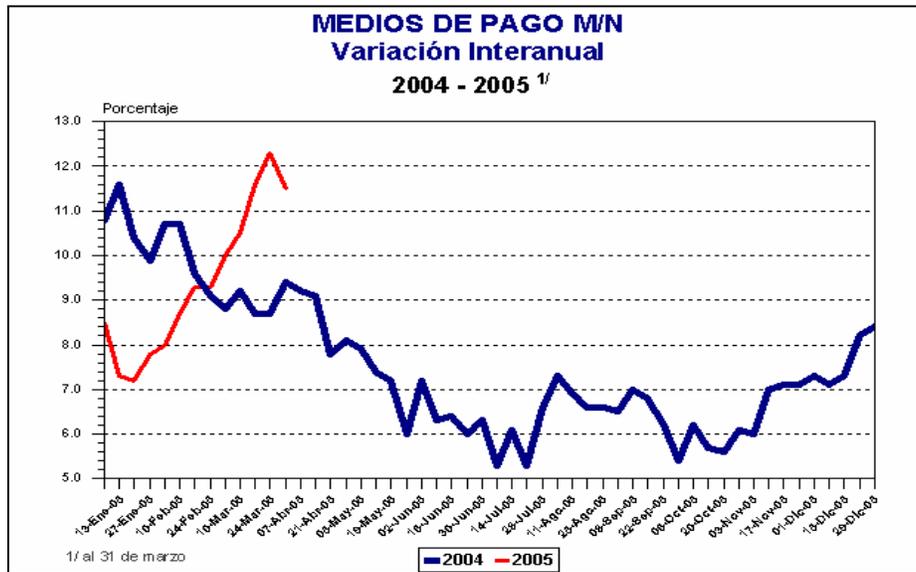
El programa monetario tenía previsto que en el primer trimestre de 2005 se tendrían que realizar operaciones de mercado abierto (OMAs) por Q704.0 millones para neutralizar los excedentes de liquidez primaria en la economía. Al 31 de marzo, el saldo de las OMA registró un aumento de Q1,110.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2004, lo que generó una desviación en dicha variable por Q406.0 millones.

D. MEDIOS DE PAGO

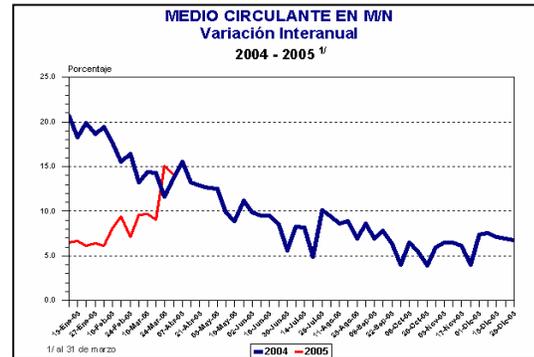
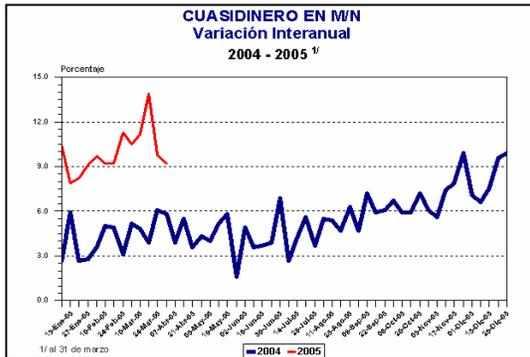
En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 se estimó que, congruente con el crecimiento de la actividad económica, con la meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago totales (M2) crecerán entre 10% y 12%, en términos interanuales. Al 31 de marzo de 2005, la variación interanual de los medios de pago fue de 12.2% la cual se ubica dentro del rango esperado para esa fecha (11% - 13%).



Por su parte el agregado monetario M2 en moneda nacional registró, al 31 de marzo de 2005, un saldo de Q59,017.1 millones, con un crecimiento interanual de 11.5% (Q6,069.0 millones), superior en 2.1 puntos porcentuales al observado en igual período del año anterior (9.4%).



Entre los componentes de los medios de pago (M2) en moneda nacional, el cuasidineró registró una tasa de crecimiento interanual de 9.2% (Q2,609.9 millones) y el medio circulante de 14.0% (Q3,459.1 millones).



Por su parte, los medios de pago (M2) en moneda extranjera registraron al 31 de marzo un saldo equivalente a Q7,209.8 millones, con un crecimiento interanual de Q1,149.5 millones (19.0%). En moneda extranjera, el cuasidineró creció por el equivalente a Q698.0 millones (21.9%) y los depósitos monetarios por el equivalente a Q451.5 millones (15.7%), ambos en términos interanuales.

E. CRÉDITO DE LOS BANCOS AL SECTOR PRIVADO

1. Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcance una tasa de



2. Cartera crediticia por actividad económica

Al 28 de febrero de 2005 (última información disponible), sin incluir a los bancos en proceso de exclusión de activos y pasivos, la cartera crediticia del sistema bancario se situó en Q36,994.1 millones, monto superior en Q5,453.9 millones (17.3%) al que registró en igual fecha del año anterior. Cabe indicar que el 91.9% de la cartera crediticia bancaria se concentra en los sectores de *consumo y transferencias; comercio; industria; construcción; y, agricultura*.

En lo que corresponde a la variación de la cartera crediticia por actividad económica, de enero a febrero de 2005 ésta se ha distribuido de la manera siguiente:

SISTEMA BANCARIO^{1/}
CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONOMICA (MN+ME)
EN LOS PERIODOS QUE SE INDICAN
 - Millones de quetzales y en porcentajes -

DESTINO	DICIEMBRE	FEBRERO	VARIACION ACUMULADA		ESTRUCTURA %	
	2004	2005	ABSOLUTA	RELATIVA (%)	DICIEMBRE	FEBRERO
	(A)	(B)	B - A	B/A	2004	2005
Total	36,495.7	36,994.1	498.4	1.4	100.0	100.0
Agricultura, ganadería silvicultura, caza y pesca	2,612.9	2,637.5	24.6	0.9	7.2	7.1
Explotación minas y canteras	7.8	7.9	0.1	1.3	0.0	0.0
Industria manufacturera	3,476.9	3,349.7	-127.2	-3.7	9.5	9.1
Electricidad, gas y agua	608.7	616.5	7.8	1.3	1.7	1.7
Construcción	2,749.2	2,869.4	120.2	4.4	7.5	7.8
Comercio	6,961.4	7,005.3	43.9	0.6	19.1	18.9
Transporte y almacenamiento	228.6	256.1	27.5	12.0	0.6	0.7
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	1,355.1	1,255.8	-99.3	-7.3	3.7	3.4
Servicios comunales, sociales y personales	946.6	863.7	-82.9	-8.8	2.6	2.3
Consumo, transferencias y otros	17,548.5	18,132.2	583.7	3.3	48.1	49.0

^{1/} No incluye bancos intervenidos.

FUENTE: Superintendencia de Bancos.

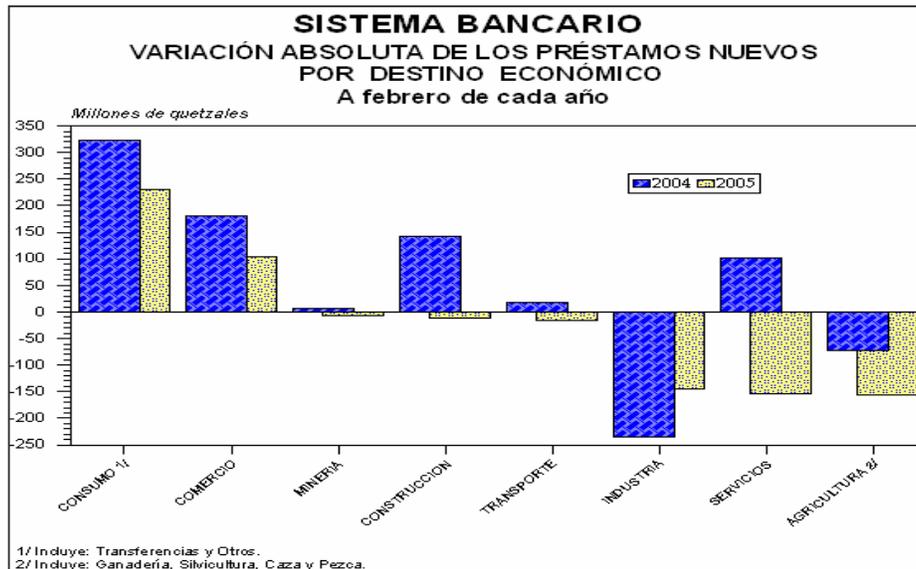
3. Préstamos nuevos, prórrogas y renovaciones

Al 28 de febrero de 2005 (última información disponible) el monto de préstamos nuevos, que incluye prórrogas y renovaciones, ascendió a Q3,987.7 millones, monto inferior en Q156.5 millones (3.8%) al registrado en igual período del año anterior.

La reducción de los préstamos nuevos se explica, por una parte, por la disminución del financiamiento canalizado a la agricultura en,



Q155.3 millones; a los servicios, en Q154.6 millones; a la industria, en Q144.2 millones; al transporte, en Q16.4 millones; a la construcción, en Q11.7 millones; y, a la minería, en Q6.6 millones; así como por el aumento que registró el financiamiento al consumo, en Q229.5 millones; y, al comercio, en Q102.8 millones.

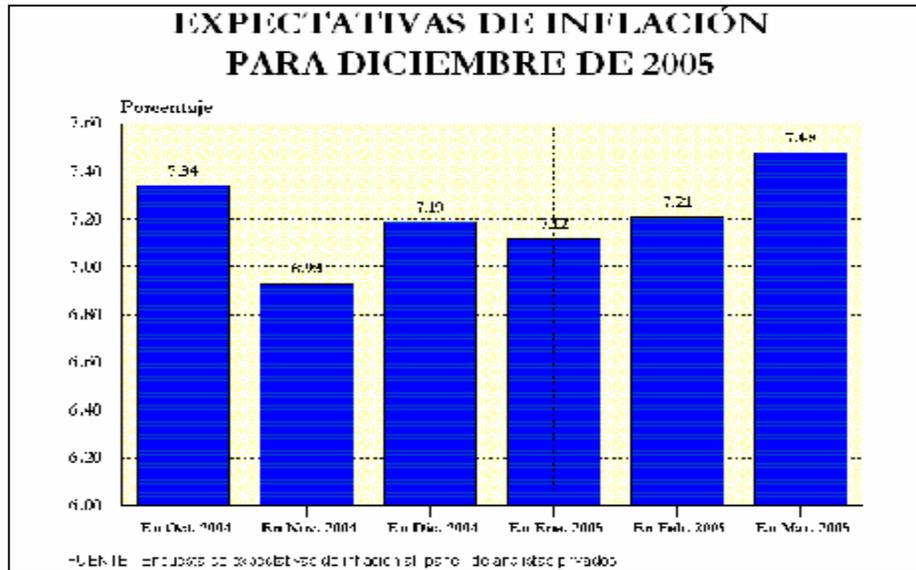


F. ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN AL PANEL DE ANALISTAS PRIVADOS

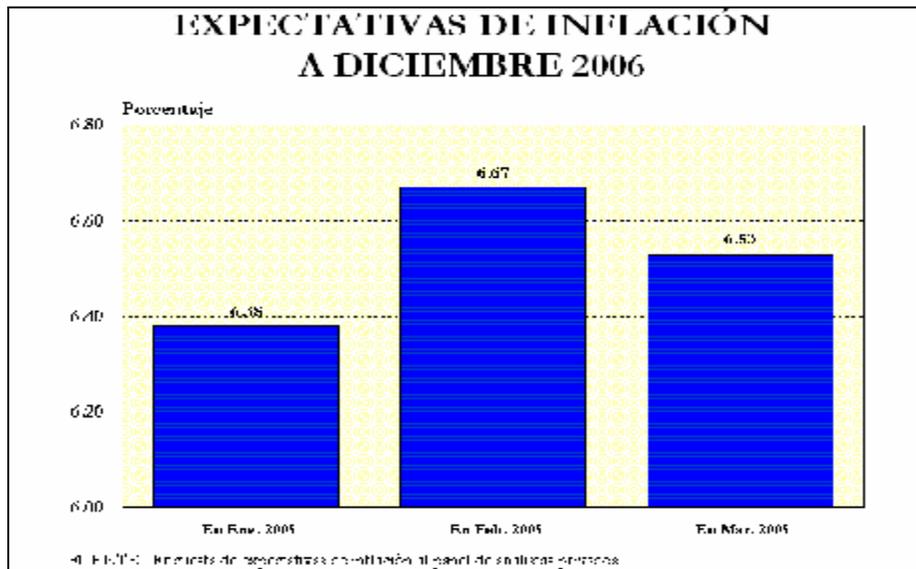
Las expectativas de inflación se definen como la creencia pública acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas inflacionarias que para un cierto período se formen los agentes económicos pueden, en algunas circunstancias, influir en forma sustancial (e independientemente del comportamiento de los fundamentos de la economía) en la determinación de la tasa de inflación que finalmente se observe en ese período.

De acuerdo con la encuesta de expectativas de inflación al panel de analistas privados (EEI)²⁶, realizada en marzo de 2005, los encuestados prevén que para diciembre del presente año el ritmo inflacionario se sitúe en 7.48%, porcentaje superior a la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005 (4.0% - 6.0%).

²⁶ Encuesta mensual dirigida a analistas nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, la cual permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.



Por su parte, los analistas económicos estiman que la inflación para diciembre 2006 se ubicará en 6.53%.



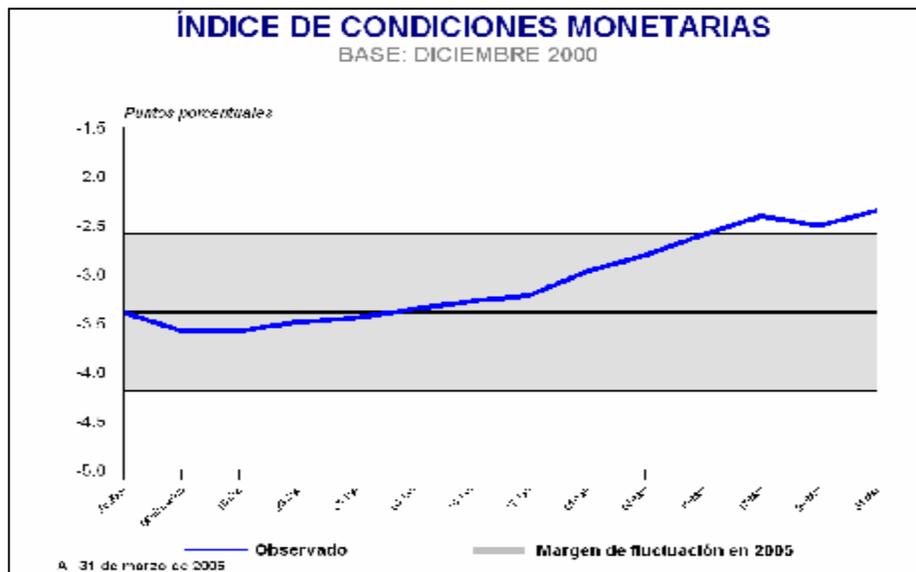
G. ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS -ICM-

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 ha sido más o



menos restrictiva. En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, para el seguimiento de dicho indicador se estableció un corredor cuyo punto central es el valor del ICM para 2000 (año base) y sus valores superior e inferior se ubicarían en (+/-) 0.8 puntos porcentuales²⁷ respecto al valor central indicado; un valor del ICM superior al del indicado corredor se interpreta como la presencia de una política monetaria restrictiva; en tanto que un valor inferior al del corredor se interpreta como la presencia de una política expansiva.

Al observar el ICM entre el 31 de diciembre de 2004 y el 31 de marzo de 2005, se tiene un comportamiento ascendente, debido a que la apreciación nominal del tipo de cambio no fue compensada por una disminución en la tasa de interés, lo que indujo a que en las últimas tres semanas, dicho índice se ubicara por encima del corredor estimado, lo que indicaría que la política monetaria fue restrictiva al final del período sujeto de análisis.



²⁷ Los 0.8 puntos porcentuales corresponden a una desviación estándar del Índice de Condiciones Monetarias (ICM) registrada en promedio durante los años 2003 y 2004.



V. REVISIÓN DE VARIABLES INDICATIVAS

A. EMISIÓN MONETARIA: REVISIÓN DEL PROGRAMA MONETARIO

La revisión del programa monetario de 2005 conlleva realizar algunos ajustes derivados, principalmente, de la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario al adquirir divisas para moderar la volatilidad del tipo de cambio nominal, así como del ajuste asociado al comportamiento desmonetizante respecto de lo programado por parte del sector público no financiero durante el primer trimestre. En consecuencia, la revisión del citado programa se concentra en la reestimación del flujo de ingreso y egreso de divisas y en el comportamiento de los depósitos de las entidades públicas en el Banco de Guatemala.

Con esa base, por el lado de la oferta de emisión monetaria se ajustó la variación de las reservas monetarias internacionales (activos externos netos) tomando en cuenta, por una parte, el ingreso extraordinario de divisas observado durante el primer trimestre del año, asociado, como se indicó, a las compras de divisas realizadas por el Banco de Guatemala por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas (SINEDI) y, por la otra, a la revisión por parte del Ministerio de Finanzas Públicas, de los desembolsos de préstamos programados para el sector público durante el período abril-diciembre de 2005. En cuanto al ajuste de los activos internos netos, se mantiene la variación de depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala, la cual es congruente con un déficit fiscal de 1.8% del producto interno bruto para finales de 2005. Por su parte, en lo que corresponde al resto del sector público se reestimó la demanda, por parte de dicho sector, de Certificados de Depósitos a Plazo (CDPs) del Banco de Guatemala, tomando en consideración el comportamiento reciente.

Con base en la incorporación de los eventos indicados, a continuación se presenta el programa monetario revisado, en el que se observa que al finalizar 2005 las Reservas Monetarias Internacionales (RIN) podrían aumentar en US\$180.0 millones, en tanto que los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala aumentarían en Q12,629.0 millones. Cabe indicar



que ambos factores son compatibles con una tasa de crecimiento de 3.2% del producto interno bruto, en términos reales y con una meta de inflación prevista de entre 4% y 6%.

PROGRAMA MONETARIO DEL BANCO DE GUATEMALA 2005
Flujos en millones de Quetzales

Concepto	I TRIM Observado	II TRIM	III TRIM	IV TRIM	TOTAL
I. Reservas Internacionales Netas	1084	56	-186	485	1439
RIN US\$	136	7	-23	61	180
II. Activos Internos Netos	-431	6469	2806	3785	12629
1. Gobierno Central	-721	-222	606	1789	1452
2. Resto del Sector público	-245	0	0	0	-245
3. Posición con bancos	417	-593	-153	-308	-637
Crédito a bancos	-1	0	0	0	-1
Reserva bancaria	418	-593	-153	-308	-636
4. Otros Activos Netos	118	477	314	513	1422
Gastos y productos	166	263	296	313	1038
Otros	-48	214	18	200	384
5. Vencimientos de OMAs		6807	2039	1790	10637
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	653	6525	2620	4269	14068
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-201	-620	-129	1918	968
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-854	-7145	-2749	-2351	-13100
D. COLOCACIÓN DE OMAs	854	7145	2749	2351	13100
E. COLOCACIONES NETAS (-) OMAs	-854	-338	-710	-561	-2463

De la revisión del programa monetario se aprecia que durante el segundo trimestre del año, las RIN aumentarían únicamente US\$7.0 millones, como consecuencia de que durante ese trimestre el Gobierno Central tiene programados pagos por concepto de capital e intereses de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por aproximadamente US\$80.0 millones. Por su parte, los Activos Internos Netos (AIN) del Banco de Guatemala aumentarían por alrededor de Q6,450.0 millones, debido básicamente al efecto desmonetizante previsto tanto de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala como del encaje bancario. En el tercer trimestre las RIN disminuirían en US\$23.0 millones, mientras que en el cuarto trimestre aumentarían en US\$61.0 millones. Por su parte, los AIN en el tercero y cuarto trimestres estarían monetizando, en su orden, en Q2,806.0 millones y en Q3,785.0 millones, asociado al uso de los depósitos del Gobierno Central en el Banco de Guatemala.



Consistente con la demanda de emisión monetaria prevista y el incremento estimado en el nivel de las RIN, durante el segundo trimestre sería necesario esterilizar liquidez por Q338.0 millones, mientras que en el tercer trimestre habría que esterilizar liquidez primaria por alrededor de Q710.0 millones. Cabe indicar que durante el cuarto trimestre, debido a la estacionalidad de la demanda de emisión monetaria, habría que neutralizar liquidez por Q561.0 millones. Derivado de lo anterior y tomando en cuenta lo observado durante el primer trimestre, al finalizar 2005 se espera que el saldo de OMAs aumente en alrededor de Q2,460.0 millones, como consecuencia del incremento proyectado de las reservas monetarias internacionales, siempre y cuando se mantenga el apoyo de la política fiscal a la política monetaria previsto en el programa monetario.

Con base en la incorporación de los eventos indicados, a continuación se presenta la comparación entre el programa monetario aprobado en Resolución JM-160-2004 y el programa revisado a marzo.

PROGRAMA MONETARIO 2005
En millones de Quetzales

Concepto	PROGRAMA A DICIEMBRE DE 2005		
	Resolución JM-160-2004	REVISADO EN MARZO	DIFERENCIA
I. Reservas Internacionales Netas	-1079	1439	2518
RIN US\$	-135	180	315
II. Activos Internos Netos	11747	12628	881
1. Gobierno Central	1452	1452	0
2. Resto del Sector público	523	-245	-768
3. Posición con bancos	-636	-637	-1
Crédito a bancos	0	-1	-1
Reserva bancaria	-636	-636	0
4. Otros Activos Netos	1446	1421	-25
Gastos y productos	1063	1038	-25
Otros	383	383	0
5. Vencimientos de OMAs	8962	10637	1675
III. CREACIÓN DE LIQUIDEZ	10667	14067	3400
B. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	967	967	0
C. EXCEDENTE (-) O FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ (B-III)	-9700	-13100	-3400
D. COLOCACIÓN DE OMAs	9700	13100	3400
E. COLOCACIONES NETAS (-) OMAs	-738	-2463	-1725



B. PROPUESTA DE UN NUEVO INDICADOR DE ORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

En un esquema monetario de metas explícitas de inflación, el Banco Central necesita darle seguimiento a variables indicativas de orientación de la política monetaria que permitan conocer si ésta ha sido restrictiva o expansiva en un período determinado.

En este sentido, la Junta Monetaria en Resolución JM 160-2004, mediante la cual determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2005, con el propósito de contar con otra variable indicativa, instruyó al Banco de Guatemala elaborar un indicador de orientación que incluya explícitamente la actividad económica como uno de sus parámetros y que mida el estado de la política monetaria en función de comparar la situación de tasas de interés con una medición de la actividad productiva nominal.

Para el efecto, se elaboró un indicador similar al utilizado por el Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, el cual incluye explícitamente a la actividad económica. La Reserva Federal construye dicho indicador con base en la diferencia aritmética entre la tasa de interés nominal de los fondos federales (que constituye una proxy del costo del capital) y la tasa de crecimiento del producto interno bruto nominal (que constituye una proxy de la tasa promedio de retorno de la inversión). Específicamente:

$$\text{IOPM} = i - r$$

En donde:

IOPM = Indicador de Orientación de la Política Monetaria
i = Tasa de interés nominal de los fondos federales
r = Tasa de crecimiento del producto interno bruto nominal

Para el caso de Guatemala, al no contar con el producto interno bruto mensual, dicho indicador se construyó (considerando las limitaciones estadísticas) utilizando la estimación de la tasa de crecimiento interanual del índice de tendencia ciclo del Índice Mensual de la Actividad Económica (IMAE) más el ritmo inflacionario y la tasa de interés promedio ponderado del saldo de las operaciones de mercado abierto del Banco de Guatemala. Específicamente:



$$\text{IOPM} = \text{iOMAs} - \text{IMAE}_n$$

En donde:

- IOPM = Indicador de Orientación de la Política Monetaria
iOMAs = Tasa de interés promedio ponderado de las OMA's.
IMAE_n = IMAE nominal (Ritmo Tendencia Ciclo del IMAE + Ritmo IPC)

El indicador mide cómo las decisiones de política monetaria pueden afectar las decisiones de ahorro e inversión de los agentes económicos. En ese contexto, se consideró a la tasa de interés promedio ponderado de las OMA's como una proxy del costo del capital; en tanto que la tasa de crecimiento nominal de la economía (IMAE nominal) se toma como una proxy del retorno promedio de la inversión.

En particular, si la tasa de interés promedio ponderado del saldo total de las OMA's ha sido mayor que la tasa de crecimiento del IMAE nominal ($\text{iOMAs} > \text{IMAE}_n$), el indicador sugeriría que la política monetaria ha sido restrictiva para el período analizado; es decir, los agentes económicos preferirán mantener sus recursos en el Banco Central en lugar de invertirlos en un proyecto productivo en la economía.

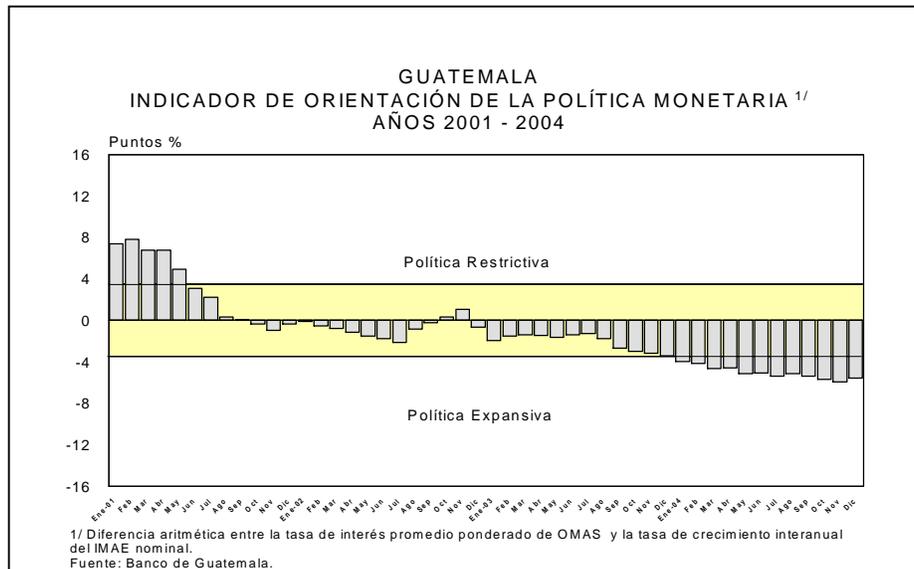
Por el contrario, si la tasa de interés promedio ponderado del saldo total de las OMA's ha sido menor que la tasa de crecimiento del IMAE nominal ($\text{iOMAs} < \text{IMAE}_n$), el indicador sugeriría que la política monetaria ha sido expansiva, ya que los agentes económicos preferirán invertir sus recursos en un proyecto productivo en la economía, en lugar de mantenerlos en el Banco Central.

Si ambas tasas fueran iguales, el indicador es similar a una tasa de interés neutral, por lo que indicaría que la actividad económica no está siendo afectada por las decisiones de política monetaria.

Por último, tomando en consideración que en el caso de Guatemala el Indicador de Orientación de Política Monetaria propuesto varía fundamentalmente por variaciones en el IMAE nominal, las cuales en algunas ocasiones responden a su comportamiento estacional, se consideró necesario buscar un método para suavizar el IOPM de las variaciones en el IMAE nominal. Lo anterior puede lograrse estimando un margen o banda de invariabilidad para el IOPM. Con dicho propósito, se realizó una estimación



para el referido margen de fluctuación, estableciéndose que el mismo equivale a una desviación estándar ((+/-) 3.47), en los que puede fluctuar el IOPM manteniendo una política neutral, lo que se ilustra en la gráfica siguiente.



VI. CAMBIOS EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. Modificaciones al marco operacional para hacerlo consistente con el esquema monetario completo de metas explícitas de inflación

Con el fin de avanzar hacia un esquema operativo de realización de operaciones de mercado abierto que sea consistente con un esquema monetario completo de metas explícitas de inflación, existe una serie de modificaciones que deben introducirse y que el Banco de Guatemala ha venido evaluando con el apoyo de expertos internacionales²⁸. Entre dichas modificaciones pueden mencionarse las siguientes:

- i. El Banco de Guatemala debe escoger una tasa de interés líder de política monetaria y no fijar las tasas de interés en el resto de plazos de la curva de rendimiento;
- ii. Reducir la frecuencia de las licitaciones, con montos fijos (cupos) para cada plazo;

²⁸ Una exposición amplia del tema puede encontrarse en el Informe del Profesor Sebastián Edwards de noviembre de 2004 y en el informe elaborado en febrero de 2005 sobre la misión que en septiembre de 2004 realizó el FMI en el país, para la "Evaluación de los Avances en la Instrumentación de un Régimen de Metas de Inflación".



- iii. Reducir el número de plazos en cada licitación;
- iv. Alternar los plazos en las licitaciones, a fin de reducir la competencia entre los mismos;
- v. Comenzar con la emisión de CDPs fungibles²⁹ a fin de promover el desarrollo del mercado secundario;
- vi. Para coadyuvar a reducir la volatilidad de las tasas de interés, sería necesario que el Comité de Ejecución defina las sesiones en las cuales tomará decisiones respecto de la tasa de interés líder de la Política Monetaria, de preferencia no más de una vez por mes;
- vii. Afinar la participación del Banco de Guatemala en los mecanismos de colocación directa (MEBD y bolsas de valores), a manera de reducir la volatilidad de la tasa de interés de corto plazo;
- viii. El método de proyección de liquidez por parte del Banco de Guatemala debe adaptarse a una base de cálculo de oferta y demanda de reservas bancarias, que es el indicado en un régimen formal de metas de inflación; y,
- ix. Modificar la estructura del Departamento de Operaciones de Mercado Abierto en *front office*, *middle office* y *back office*.

B. Avances durante el primer trimestre de 2005

Para implementar gradualmente las modificaciones planteadas el Banco de Guatemala, durante el primer trimestre de 2005, adoptó las medidas siguientes:

- i. En cuanto a la escogencia de la tasa de interés líder de Política Monetaria, el Comité de Ejecución, luego de conocer el resultado de los estudios técnicos correspondientes, estableció que a partir del 24 de enero dicha tasa de interés sea la correspondiente al plazo de 7 días;
- ii. En referencia a la volatilidad en la tasa de interés que podría darse por la competencia en los mecanismos de colocación directa (MEBD y bolsas de valores), para el plazo de 7 días, a partir de enero de 2005

²⁹ Instrumentos al portador, valores o bienes que son equivalentes, sustituibles e intercambiables.



se eliminó el cupo de captación, situación que permitió la estabilidad de la tasa de interés en las operaciones de política monetaria del Banco de Guatemala, al plazo mencionado;

- iii. Con respecto a reducir la periodicidad de las licitaciones, el Comité de Ejecución determinó que a partir del 31 de enero, las mismas se limitaran a tres por semana (lunes, miércoles y viernes). Asimismo, en lo que se refiere al establecimiento de cupos por plazo, a partir de 2005 dicho Comité estableció los cupos respectivos para aquellos plazos que se convoquen por medio del mecanismo de licitaciones; y,
- iv. En relación a las decisiones del Comité de Ejecución en materia de tasas de interés, en el seno de dicho Comité se determinó la conveniencia de que las mismas fueran calendarizadas preferentemente para la sesión más próxima al día 15 de cada mes, lo cual se fundamentó en el hecho de que, para esa fecha, se puede conocer y analizar con tiempo el dato de inflación, para tomar una decisión debidamente estudiada.

C. Asuntos pendientes

En los países que han avanzado en la adopción de esquemas de metas explícitas de inflación, los bancos centrales adoptan un marco operacional (*arreglo evolucionado*) en el cual sus actuaciones influyen sobre una tasa de interés de mercado (líder), en contraste con el procedimiento actual que se sigue en Guatemala, mediante el cual el Banco Central fija directamente la tasa de interés de política monetaria. Sabiendo que la transición hacia el *arreglo evolucionado* debe ser gradual, es conveniente que para el efecto se analice cuidadosamente la adopción, en los próximos meses, de las siguientes medidas:

- i. Medidas de Transición
 - Reducir la frecuencia de las operaciones con CDPs a siete días;
 - Empezar a realizar operaciones de ajuste (fine-tuning) por medio de intervenciones diarias, usualmente overnight, tanto para retirar como para inyectar liquidez, con base en las proyecciones de liquidez;



- Alternar los plazos en las licitaciones ofreciendo únicamente dos plazos en cada una de ellas. Por ejemplo, los lunes podrían licitarse plazos de 28 y 364 días; los miércoles 91 y 728 días; y, los viernes 182 días; y,
- Reducir la liquidez existente de corto plazo. El monto total a ser licitado debería establecerse de tal manera que la liquidez persistente, a ser drenada con CDPs a 7 días, sea por lo menos más pequeña que la semana anterior. Como resultado, el objetivo de reducir la liquidez de corto plazo sería alcanzado gradualmente. Por otra parte, la distribución entre los diferentes plazos debería seguir criterios de demanda. Para tener una idea de la distribución de la demanda, el Banguat podría usar los resultados de las licitaciones anteriores o consultar con los bancos.

ii. Arreglo Evolucionado

- Intervenir en el mercado de dinero de corto plazo cuando las proyecciones de liquidez lo indiquen;
- Convergencia hacia el uso de la tasa overnight (de mercado) como la tasa de interés líder de la política monetaria. La meta para la tasa overnight tendría que determinarla el Banco de Guatemala. Se entiende que, alcanzada esta etapa, el Banco de Guatemala ya no efectuaría operaciones con CDPs a 7 días plazo, ya que no tendría beneficio alguno para el manejo de la liquidez;
- Utilizar el mecanismo de reportos para inyectar y absorber liquidez del mercado;
- Usar el mecanismo de facilidades permanentes para establecer un corredor de tasa de interés alrededor de la tasa líder de política monetaria, con lo cual se limitaría la volatilidad de las tasas overnight interbancarias; y,
- Realizar las licitaciones una vez por semana, con menor número de plazos en cada licitación, hasta llegar a dos plazos por licitación.



VII. CONCLUSIONES

A. PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS DE LA ECONOMÍA DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA

La coyuntura de la política monetaria en Guatemala está expuesta a factores externos, en particular, los provenientes de su principal socio comercial (Estados Unidos de América). Cabe indicar que uno de los principales riesgos que caracterizan el panorama económico mundial actual es la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos de la economía del referido país, representados por sus altos déficit fiscal y de cuenta corriente de la balanza de pagos. El tamaño de la “corrección” del déficit en cuenta corriente todavía es incierto, dado que, por ejemplo, según cifras preliminares el déficit de la balanza comercial aumentó de US\$55.7 millardos, en diciembre de 2004 a US\$58.3 millardos en enero de 2005. En todo caso, la corrección del déficit en cuenta corriente podría lograrse, por una parte, si continúa el ritmo de depreciación del dólar respecto de algunas monedas y, por la otra, si se contiene el déficit fiscal.

En el contexto descrito, tal situación ha repercutido en que exista una significativa sobre-liquidez mundial de dólares que se ha manifestado en flujos de capital privado hacia las economías de mercados emergentes.

En lo referente a la Política Monetaria de ese país, cabe indicar que el Sistema de la Reserva Federal en el presente año ha aumentado la tasa de interés de fondos federales en dos oportunidades, en febrero de 2.25% a 2.50% y en marzo a 2.75%. La continuidad de esta política deberá, por una parte, reducir la salida de capitales de la economía estadounidense y, por la otra, incentivar el flujo de recursos financieros hacia esa economía.

Las medidas de política macroeconómica mencionadas tenderán a reducir el flujo de dólares de la economía estadounidense hacia el resto del mundo y, por lo tanto, a eliminar el exceso de oferta que ha propiciado la apreciación de monedas locales; sin embargo, cabe indicar que dicho proceso sucederá a un ritmo muy lento.



B. PERSISTENCIA DE LOS ALTOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

Después de aumentar de manera significativa en 2004, el precio internacional del petróleo alcanzó en octubre de ese año US\$55.17 por barril, reduciéndose luego a US\$43.43 por barril a fin del referido año.

Durante el primer trimestre de 2005 el precio del petróleo volvió a incrementarse hasta ubicarse en marzo otra vez en alrededor de US\$56.00 por barril. Sobre el particular, el Fondo Monetario Internacional estima³⁰ que, en un escenario base; es decir, el más probable dada las condiciones del mercado del crudo, durante el resto del año el referido precio se ubicará alrededor de la citada cifra, por lo que se considera que las proyecciones de inflación a diciembre realizadas con las estimaciones econométricas del Banco Central son un referente razonable de lo que, en ausencia de factores exógenos, podría esperarse para fin de año. En este sentido, cabe indicar que con datos observados de inflación a marzo, y considerando que el precio internacional del petróleo permanezca en el nivel indicado durante el resto del año, se esperaría, con base en las estimaciones econométricas citadas que el ritmo inflacionario se ubique en 5.72% a fin de año, dentro del rango establecido como meta por la Junta Monetaria.

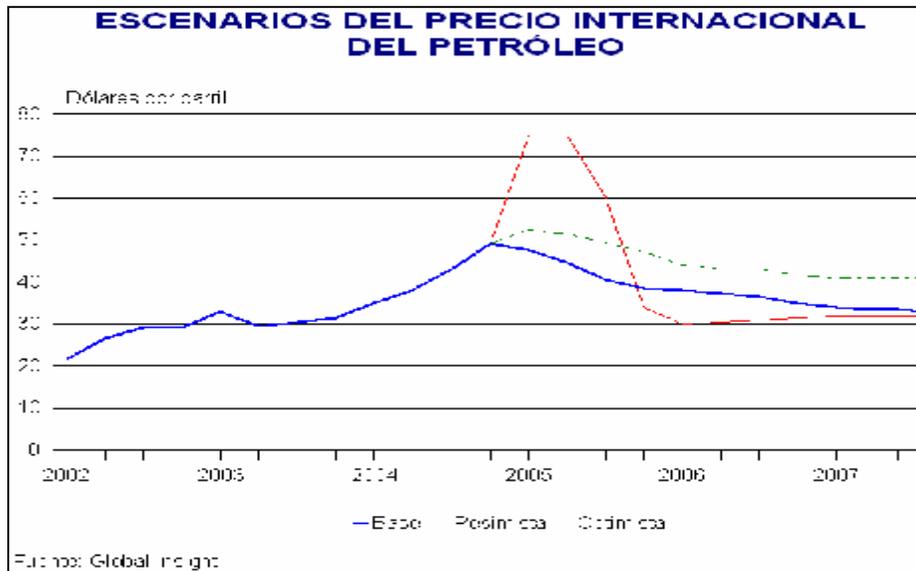
No obstante lo indicado, es prudente puntualizar que el mercado del petróleo se encuentra en una situación de alta volatilidad y sensibilidad a cualquier cambio en la oferta y demanda del mismo. En este sentido, el FMI ha indicado que el hecho de que las economías de Estados Unidos de América y de la República Popular China hayan registrado una desaceleración económica menor a la esperada para principios de 2005, ha generado que la demanda diaria de petróleo se ubique escasamente por debajo de la oferta diaria del crudo. En particular, el FMI estima que existe una brecha de alrededor de 1.5 millones de barriles diarios entre oferta y demanda, lo que genera que en la actualidad el mercado muestre volatilidad. Para que dicho comportamiento se desvanezca, ese organismo financiero internacional indica que la referida brecha se debería ubicar entre 3 y 4 millones de barriles diariamente. Esto daría estabilidad al mercado y mayor certeza del comportamiento de corto

³⁰ Oil Market Developments and Issues. FMI. March 2, 2005.



plazo del precio internacional del petróleo; sin embargo, lo más probable es que la citada brecha no varíe en el resto del año.

En el contexto descrito, y dado que los conflictos geopolíticos han aminorado recientemente, es probable que no ocurran cambios substanciales de oferta y demanda de petróleo durante el resto del año; sin embargo, no deben descartarse la ocurrencia de eventos exógenos que puedan cambiar el escenario esperado. Por ejemplo, Global Insight, una empresa de reconocido prestigio internacional en el análisis del mercado del crudo considera que si la economía mundial llegara a desacelerarse más de lo previsto, el precio del petróleo podría reducirse a US\$40.00 por barril (escenario optimista); en contraste, si surgiera un shock de oferta -como lo podría ser el desencadenamiento de un conflicto bélico en los países productores del crudo-, entonces su precio podría alcanzar US\$75.00 por barril.



Tampoco debe descartarse que otros analistas internacionales también han estimado precios superiores a US\$75.00 por barril, de darse un fuerte shock de oferta, por lo que es necesario que, aun y cuando las perspectivas del petróleo todavía permiten estimar que el ritmo inflacionario pueda ubicarse dentro del rango meta de inflación determinado por la Junta Monetaria para fin de año, la autoridad monetaria se mantenga atenta a la evolución de los precios del crudo, a fin que, de ser el caso, la misma se



implemente con suma prudencia, de manera de evitar los denominados *efectos de segunda vuelta* en el nivel general de precios, sin descuidar el mantenimiento de la estabilidad en el resto de variables macroeconómicas.

C. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Por último, cabe señalar que ante la coyuntura internacional y nacional descritas, a efecto de propiciar una mayor efectividad de la política monetaria, es importante que el Comité de Ejecución del Banco de Guatemala, en el marco de la adopción gradual de un esquema monetario completo de metas explícitas de inflación, continúe realizando los ajustes que sean necesarios en el seguimiento de las variables indicativas y, especialmente, en la aplicación de los instrumentos de política monetaria de que se dispone, a fin de que, en congruencia con la política monetaria aprobada por la Junta Monetaria, se minimicen los efectos adversos de los factores externos hacia la generación de expectativas inflacionarias, todo ello en el entendido de que las actuaciones del Comité de Ejecución deben realizarse con la prudencia que amerita la todavía incipiente recuperación de la actividad económica real.



VIII. RECOMENDACIONES

1. Respecto de las perspectivas en materia inflacionaria, se sugiere que la Junta Monetaria dé un estrecho seguimiento a la evolución de la coyuntura económica internacional, especialmente a la conducción de la política macroeconómica en los Estados Unidos de América y a la evolución de los precios internacionales del petróleo, a efecto de poder monitorear la inflación importada; y,
2. En cuanto a las variables indicativas se sugiere a la Junta Monetaria que, por una parte, para el seguimiento de la variable Emisión Monetaria, apruebe el Programa Monetario revisado a marzo a que se refiere este Dictamen y, por otra parte, incorpore al referido seguimiento el indicador de orientación de la política monetaria sugerido en este Dictamen.



Atentamente,

Oscar R. Monterroso Sazo
Director
Depto. Estudios Económicos

Juan Carlos Castañeda
Director
Depto. Investigaciones
Económicas

Carlos A. Meléndez M.
Director
Depto. Análisis Bancario y
Financiero

Mario Alfredo Salguero S.
Subdirector
Depto. Estadísticas Económicas

Fernando Diéguez Díaz
Director
Depto. Operaciones de Mercado
Abierto

Edgar R. Lemus Ramírez
Director
Depto. Cambios e Internacional

Gerardo Noel Orozco G.
Asesor III
Asesoría Jurídica

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 15 de abril de 2005.

Mca/owl



ANEXOS



ANEXO 1

REVISIÓN DEL ÍNDICE MENSUAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA -IMAE-

1. En marzo de 2005 se llevó a cabo una revisión del IMAE³¹, determinándose como nuevo año base 2001 (año base anterior, 1995). Para el efecto, se utilizó la estructura por el lado de la producción del Producto Interno Bruto real de ese mismo año.
2. El nuevo IMAE (base 2001) está compuesto por 60 variables, integradas en 34 indicadores que representan 8 ramas de actividad de las 11 que componen el PIB. Cabe indicar que el IMAE base 1995 estaba integrado por 39 variables e igual número de indicadores.
3. Se agregó el Sector Minas y Canteras, para poder considerar la producción nacional de petróleo y la explotación minera.
4. La mayoría de las variables del nuevo IMAE (base 2001) están expresadas en unidades de *quantum* (volumen), en tanto que en el IMAE base 1995 se contaba con un mayor número de variables expresadas en términos de valor, los cuales se deflataban con diferentes índices de precios.
5. Para los sectores *Agricultura, silvicultura, caza y pesca; Industria manufacturera; y, Comercio al por mayor y al por menor* se agregaron nuevas variables, a fin de ampliar la cobertura de dichos sectores y lograr una mejor medición del comportamiento de los mismos. Entre dichas variables las más importantes son: producción de frutas y exportación de artículos de vestuario, de productos no metálicos, de cuero y manufacturas y de papel y artículos de cartón.

³¹ Se define como un indicador de la evolución mensual de la actividad económica constituido por variables que representan unidades físicas (quantum) de producción y por variables que se relacionan directa o indirectamente con ella.



6. Los resultados obtenidos con el nuevo IMAE (base 2001) permiten lograr que las variaciones relativas anuales del índice tendencia-ciclo, a diciembre de cada año, se aproximen con mejor exactitud a las variaciones relativas anuales del PIB. Esto se confirma por el hecho de que la desviación estándar del componente tendencia ciclo del IMAE respecto del PIB es de 0.51, inferior al IMAE base 1995 (0.80) e inferior a las del resto de los países centroamericanos.



ANEXO 2

EL MERCADO DEL PETRÓLEO, TENDENCIAS Y ACONTECIMIENTOS³²

1. El fuerte incremento registrado en el precio del petróleo durante 2004 provoca algunas interrogantes, entre las que destacan: ¿Por qué subieron los precios y cuáles son los pronósticos para el futuro?; ¿Cuál podría ser el impacto sobre la economía mundial y sobre los países individualmente considerados?; ¿Está el funcionamiento del mercado mundial de petróleo afectado por la debilidad de los sistemas de información entre oferentes y demandantes, así como por los obstáculos a la inversión?; ¿Qué recomienda el *staff* del FMI a los países en respuesta a los altos precios del petróleo?; y, ¿Existe margen para que los países productores y consumidores puedan emprender acciones conjuntas de cooperación y qué está haciendo el FMI en respuesta a las tendencias en el mercado de petróleo?.

2. La discusión de las causas y de las consecuencias de los recientes incrementos en los precios del crudo y la apropiada respuesta de política, está enmarcada en la volatilidad y en la incertidumbre que caracteriza al mercado del petróleo. La volatilidad de los precios surge como consecuencia de que la oferta y la demanda del crudo son extremadamente inelásticas en el corto plazo, lo que da como resultado que pequeños choques (de oferta o de demanda) incidan profundamente en los precios. Por otra parte, la dificultad de predecir la oferta y demanda en el largo plazo crea incertidumbre acerca de los precios futuros. Aun en el caso de la oferta y la demanda actuales se carece de información suficiente, lo que adiciona incertidumbre al mercado. Dichos factores de incertidumbre y volatilidad de precios hacen difícil llegar a conclusiones simples respecto de la forma como los productores y consumidores de crudo deberían responder ante las variaciones en los precios.

³² El presente anexo es una traducción libre de las principales conclusiones presentadas en el documento "El Mercado del Petróleo, Tendencias y Acontecimientos" (*Oil Market Developments and Issues*), elaborado por el Departamento de Desarrollo y Revisión de Política del Fondo Monetario Internacional -FMI-, presentado para su discusión en el Directorio Ejecutivo de dicho organismo el 11 de marzo de 2005.



3. En ese contexto, el documento presenta las conclusiones siguientes:

a. El actual incremento en el precio del petróleo necesita ser puesto en perspectiva, pues aunque se ha registrado un record en el precio nominal del crudo, éste es menor comparado con el incremento registrado en los dos choques de precios del petróleo de los años 70s, además de que en términos reales los precios actuales están muy por debajo de los máximos históricos. Adicionalmente, en la actualidad la intensidad del consumo y la producción -particularmente de economías avanzadas- es significativamente menor que en los años 70s. Por otra parte, la duración del incremento del precio del crudo es incierta, provocando incertidumbre acerca del comportamiento de la oferta y demanda en el mediano y largo plazos.

b. El reciente incremento en el precio del petróleo parece ser el resultado de una tendencia de largo plazo hacia el incremento en la demanda de Norteamérica y Asia, combinada con una capacidad históricamente baja para generar excedentes y una creciente preocupación por posibles interrupciones en el abastecimiento.

c. Se prevé que en el mediano plazo el mercado internacional de petróleo podría permanecer en un estrecho equilibrio, dado que se espera un rápido incremento de la demanda, pero las perspectivas de crecimiento de la oferta son inciertas. Cabe mencionar que, no obstante el hecho de que la probable persistencia de precios altos podría estimular la inversión en la industria petrolera, subsisten algunos impedimentos, como la experiencia derivada del exceso de capacidad instalada en los años 80s, el alto costo y los largos períodos de tiempo que se necesitan para realizar inversiones en el sector y la incertidumbre sobre la respuesta de la demanda en el largo plazo ante los precios altos.



d. El impacto de los altos precios del petróleo sobre la economía mundial podría ser limitado. En efecto, según estimaciones del *staff* del FMI, con base en las proyecciones actuales para los precios del petróleo, la actividad económica mundial podría disminuir entre 0.25 y 0.50 puntos porcentuales por debajo del nivel en el que se habría situado para 2005, en el caso de no haber sido afectada por los altos precios del crudo. Por otra parte, aún en el caso altamente improbable de que el precio del petróleo se sitúe en US\$80.00 por barril, la baja incidencia del precio del crudo en el comportamiento de la economía y el mejoramiento en la credibilidad de la política económica durante las décadas pasadas, deberían impedir que la economía mundial experimente una recesión comparable a la que siguió a los choques petroleros de los años 70s.

e) Mientras la mayoría de países en desarrollo que son importadores de petróleo deberían estar en capacidad de manejar el choque petrolero, algunos países podrían quedar en una situación de mayor vulnerabilidad, ya que el incremento de las necesidades financieras de los países en desarrollo importadores de petróleo es significativo; sin embargo, se esperaría que la brecha financiera resultante fuera superada mediante ajustes de política económica, cambios endógenos (por ejemplo en el tipo de cambio) y disminución de las reservas monetarias internacionales. En ese sentido, el FMI permanece a la expectativa para intervenir en caso de que surjan necesidades financieras residuales en países específicos.

f) Los países productores y consumidores pueden contribuir a la estabilidad en los mercados del crudo, promoviendo políticas destinadas a buscar la eficiencia y el uso sustentable de la energía y trabajando para reducir los obstáculos innecesarios a la inversión en el sector de los hidrocarburos. El diálogo entre países productores y consumidores podría contribuir, asimismo, a la promoción de la estabilidad, mediante un intercambio adecuado de información sobre las tendencias futuras de la oferta y la demanda de petróleo.



g) El FMI apoya los esfuerzos internacionales destinados a mejorar la disponibilidad de información sobre el mercado del petróleo, dada la importancia que la oportunidad y exactitud de ésta tiene para el funcionamiento de los mercados del crudo. A ese respecto, existen dos iniciativas de la comunidad internacional destinadas a mejorar la información y la transparencia sobre el mercado del crudo: la “Iniciativa para la Unificación de la Información del Petróleo” (Joint Oil Data Initiative) y la “Iniciativa para la Transparencia de las Industrias Extractivas” (Extractive Industries Transparency Initiative).



ANEXO 3

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS INTERNACIONALES

Según las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)³³, se espera que en 2005 el producto global crezca a una tasa de 4.3%, menor en 0.8 puntos porcentuales respecto a la del año anterior.

En un marco más general, con un crecimiento de la economía de Estados Unidos de América aceptable, ajustándose a un crecimiento tendencial o por arriba del mismo, sustentado en una fuerte demanda doméstica, el crecimiento global aumentará de manera marginal, principalmente por una recuperación gradual en el área del euro y en Japón, así como por el fortalecimiento de la actividad económica en gran parte de Asia emergente³⁴, como se relata a continuación.

En el área del euro se proyecta un crecimiento de 1.6%, tasa menor a la pronosticada inicialmente e inferior a la alcanzada el año previo (1.9%). Este desempeño estaría fundamentado en un ambiente favorable a las exportaciones, en el fortalecimiento de la inversión y en un fortalecimiento gradual del mercado laboral que apoyaría la recuperación en el gasto de los consumidores. Existen riesgos que podrían afectar el crecimiento en la zona del euro, como la continua volatilidad en el mercado del petróleo, el incremento en el ahorro de las familias ante la incertidumbre de las reformas a los fondos de pensiones y programas de salud y la posibilidad de una drástica caída en los precios de la vivienda en algunos países, lo cual podría contraer la demanda doméstica.

En Japón se espera que la economía crezca 0.8% en 2005, muy por debajo del crecimiento alcanzado el año anterior (2.6%). Aunque las fuertes ganancias empresariales y la sólida confianza de los consumidores y las empresas deberían apoyar una nueva aunque aún débil expansión durante 2005, la persistente volatilidad de los precios del petróleo y la posibilidad de una aguda apreciación del yen constituyen un riesgo importante.

En las economías emergentes de Asia se espera que el crecimiento del producto continúe siendo robusto, con una tasa proyectada de 7.0% en 2005,

³³ Perspectivas de la Economía Mundial, Fondo Monetario Internacional, abril de 2005.

³⁴ A pesar del terrible costo humano y la destrucción física del tsunami de diciembre de 2004, se espera que el impacto en el crecimiento sea leve.



menor a la alcanzada el año anterior (7.8%). Lo anterior podría estar determinado, en el corto plazo, por el crecimiento del PIB en la República Popular China, el cual se espera que presente una desaceleración moderada. Por su parte, los riesgos principales se refieren al exceso de capacidad en el sector de tecnología informática, el que podría tomar más de lo esperado para reducir sus existencias, lo cual podría poner en peligro el alza en la demanda doméstica, con la posibilidad de que la demanda externa pudiese ser menor a la esperada, especialmente la proveniente de Japón y de Europa.

Las perspectivas para las economías en desarrollo de África se mantienen, en general, favorables. Se espera un crecimiento de 5.1% en 2005, igual al del año anterior, basado en políticas macroeconómicas prudentes, la continuación de las reformas estructurales y en una economía global que apoye el crecimiento de esta área; sin embargo, existen riesgos que enfrenta el crecimiento de esta región, como el desempeño de una economía global menos benigna y una profunda depreciación del dólar estadounidense, en particular para los países no exportadores de petróleo. Por otra parte, para algunos países de la región, un reto importante está constituido por el efecto que tendrá la eliminación de las cuotas comerciales textiles a nivel mundial.

En los países del Medio Oriente se proyecta un crecimiento para este año de 5.0%, menor al del año precedente (5.4%). Los países exportadores de petróleo han experimentado un sustancial incremento en los ingresos provenientes de las exportaciones durante los dos últimos años, ya que los precios del crudo y la producción petrolera se han incrementado. Estos ingresos juntamente con políticas financieras sanas y con adecuadas reformas estructurales han apoyado un fuerte crecimiento y han impulsado grandes superávits tanto en la cuenta corriente como fiscal. Por su parte, los países no productores de petróleo también han mostrado dinamismo económico, ya que ellos se han beneficiado del fuerte crecimiento de los países productores de petróleo y, en algunos casos, del positivo impacto de reformas domésticas. Alrededor de este resultado se cierne la amenaza de las persistentes incertidumbres geopolíticas y el riesgo de un crecimiento global menor al esperado que pudiera ejercer alguna presión a la baja en los precios del petróleo.



Para América Latina y el Caribe se pronostica una tasa de crecimiento del producto para 2005 de 4.1%, un ritmo más sostenible y por encima de las expectativas iniciales, aunque por debajo del registrado en 2004 (5.5%). Tal comportamiento se ve impulsado por la recuperación de la economía mundial y se sustenta primordialmente en el fortalecimiento del consumo privado y la inversión de las empresas. Adicionalmente, la actividad económica de la región se vería apoyada por los altos precios de sus productos de exportación (*commodities*), por una mejoría de la confianza externa, por el progreso en las reformas estructurales y, en algunos casos, por una persistente recuperación respecto de los resultados de las desaceleraciones originadas en crisis previas. Las mayores amenazas a este desempeño las constituyen la continuación de la volatilidad de los precios del petróleo, la posibilidad de un alza más brusca de lo esperado en las tasas de interés o una desaceleración prolongada en el crecimiento de los países industrializados. Asimismo, los altos niveles de deuda pública y la dolarización financiera persisten como fuentes clave de vulnerabilidad en la región. En Brasil, la adherencia del gobierno a políticas macroeconómicas sanas y la búsqueda de reformas estructurales están dando resultados positivos y se espera que la economía se expanda 3.7% este año, apoyada por una robusta inversión y fuertes exportaciones. En Uruguay, si bien la recuperación ha superado las expectativas y los indicadores financieros continúan mejorando, la deuda pública se mantiene muy alta. En Colombia y Perú, se mantiene un crecimiento robusto, dado que las posiciones de la cuenta corriente se han visto fortalecidas y han aumentado las entradas de capital. En Ecuador, el crecimiento se ha visto impulsado por un incremento substancial en las exportaciones petroleras. Por su parte, México se encuentra experimentando una amplia recuperación, impulsada por los altos precios del petróleo, por la recuperación observada en el sector manufacturero de los Estados Unidos de América y por reformas en el sector financiero, lo cual ha propiciado una fuerte demanda doméstica.

En cuanto a los países de Europa Central y del Este, se estima que el crecimiento del producto será más moderado en 2005, alcanzando una tasa de 4.7% (6.1% en 2004). Se espera que ese comportamiento conduzca a una reducción del déficit en cuenta corriente y a una inflación menor en toda la



región. Las amenazas a este desempeño, además de los altos déficit en cuenta corriente actuales, podrían provenir de una desaceleración prolongada en Europa Occidental y de una depreciación adicional del dólar estadounidense, lo cual afectaría las exportaciones.

En los países de la Comunidad de Estados Independientes se proyecta que el crecimiento del PIB se desacelere este año, al situarse en 6.4% (7.8% en 2004). No obstante dicho crecimiento, en general, la perspectiva permanece favorable, se espera que los precios externos y los de los productos de exportación (*commodities*) sirvan de apoyo a la actividad económica, aunque las limitaciones a la capacidad productiva y los bajos niveles de inversión han comenzado a limitar los resultados potenciales de algunas economías del área. El reciente debilitamiento de la inversión y el crecimiento en Rusia constituyen un riesgo potencial clave, debido a su papel dominante en la región.