

**BANCO DE GUATEMALA
DICTAMEN CT-2/2006**



**INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A
JUNIO DE 2006**

Guatemala, agosto de 2006

ÍNDICE
INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2006

I.	ASPECTOS CUALITATIVOS	1
	Entorno internacional	1
	Entorno interno	2
	Inflación	3
	Ejecución de la política monetaria	4
II.	ENTORNO MACROECONÓMICO	7
A.	SECTOR EXTERNO	7
	1. Persistencia de los altos precios del petróleo	7
	2. Balanza comercial a mayo de 2006	10
	3. Reservas internacionales netas	13
	4. Tipo de cambio nominal	14
B.	SECTOR REAL	15
	1. La actividad económica para 2006	15
C.	SECTOR FISCAL	17
	1. Análisis de la ejecución presupuestaria	17
	2. Deuda pública	20
	a) Interna	20
	b) Externa	21
	3. Aspectos generales sobre el Decreto Número 20-2006 del Congreso de la República “Disposiciones Legales para el Fortalecimiento de la Administración Tributaria”	21
D.	SECTOR FINANCIERO	23
	1. Liquidez bancaria	23
	a) En moneda nacional	23
	b) En moneda extranjera	24
	2. Fortalecimiento del sistema financiero nacional	24
	a) Fortalecimiento del sistema bancario	24
	b) Reforma complementaria	26

3.	Fuentes y usos de fondos	28
4.	Entidades fuera de plaza (<i>off shore</i>)	29
a)	Captaciones	29
b)	Crédito al sector privado	30
III.	EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA	30
A.	META DE INFLACIÓN	30
1.	Índice de Precios al Consumidor -IPC-	30
2.	Inflación subyacente	33
3.	Inflación importada	33
4.	Pronósticos econométricos de inflación para diciembre de 2006 y de 2007	36
a)	Método 1	36
b)	Método 2	37
5.	Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural	38
a)	Diagrama de abanico	38
b)	Balance de riesgos del modelo	40
B.	TASAS DE INTERÉS	41
1.	De operaciones de estabilización monetaria -OEMs-	41
a)	En moneda nacional	41
b)	En moneda extranjera	44
2.	Tasa parámetro	44
3.	Competitividad externa de la tasa de interés pasiva interna	45
4.	Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario	46
a)	En moneda nacional	46
b)	En moneda extranjera	47
C.	LIQUIDEZ PRIMARIA	48
1.	Emisión monetaria	48
a)	Monetización externa	49
b)	Activos internos netos	50

i)	Posición con el sector público	50
ii)	Posición con bancos y financieras	50
iii)	Gastos y productos	50
iv)	Operaciones de estabilización monetaria	51
2.	Base monetaria amplia	51
D.	MEDIOS DE PAGO	52
E.	CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO	53
1.	Tasa de crecimiento	53
2.	Cartera crediticia por actividad económica	55
a)	Crédito concedido para el consumo, transferencias y otros	56
b)	Crédito concedido para el comercio	56
c)	Crédito concedido para la construcción	57
d)	Crédito concedido para la industria manufacturera	57
3.	Calidad de la cartera crediticia	57
4.	Préstamos nuevos, prorrogas y renovaciones	58
5.	Actualización del modelo econométrico relativo a los determinantes del crédito bancario al sector privado, presentado en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006	59
F.	EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE ANALISTAS PRIVADOS	60
G.	EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN	61
H.	ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS -ICM-	62
I.	ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS	62
IV.	AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA	66
A.	SISTEMA DE LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL -LBTR-	66
B.	EXPEDICIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- POR FECHA DE VENCIMIENTO	68
C.	TRANSFERENCIA DE TITULARIDAD DE LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- EN CUSTODIA EN EL BANCO DE GUATEMALA	69

D.	ACCIONES PENDIENTES	70
	1. De las operaciones de estabilización monetaria	70
	2. Del Modelo Macroeconómico Semiestructural	71
	3. De la regla cambiaria	71
V.	AVANCES EN EL MEJORAMIENTO DE LAS ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS	74
	A. PROCESO DEL MEJORAMIENTO DE LAS CUENTAS NACIONALES Y CAMBIO DEL AÑO BASE (2001)	74
VI.	ANÁLISIS DE TEMAS DE NATURALEZA EMPÍRICA	76
	A. RESULTADO DEL SEGUNDO CORRIMIENTO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL	76
	1. Pronósticos de inflación de mediano plazo	76
	2. Efecto en la inflación y en la tasa de crecimiento económico de un incremento en la tasa de interés líder de política monetaria	79
	B. EFECTO DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO	81
	1. Marco teórico	81
	2. Metodología	83
	3. Resultados	86
	4. Interpretación de resultados	86
VII.	CONCLUSIONES	87
	A. PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS INTERNACIONALES	87
	B. PERSISTENCIA DE LOS ALTOS PRECIOS DEL PETRÓLEO	88
	C. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA	89
VIII.	RECOMENDACIÓN	89
	ANEXOS	92

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA A JUNIO DE 2006

I. ASPECTOS CUALITATIVOS

La Junta Monetaria, en resolución JM-185-2005 del 27 de diciembre de 2005, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, diseñada para continuar con el proceso de adopción de un esquema completo de metas explícitas de inflación, con el fin de consolidar la estabilidad en el nivel general de precios. En este sentido, el objetivo fundamental de la referida política se especificó como una meta de inflación de 6% (+/- 1 punto porcentual) para diciembre de 2006 y de 5% (+/- 1 punto porcentual) para diciembre de 2007.

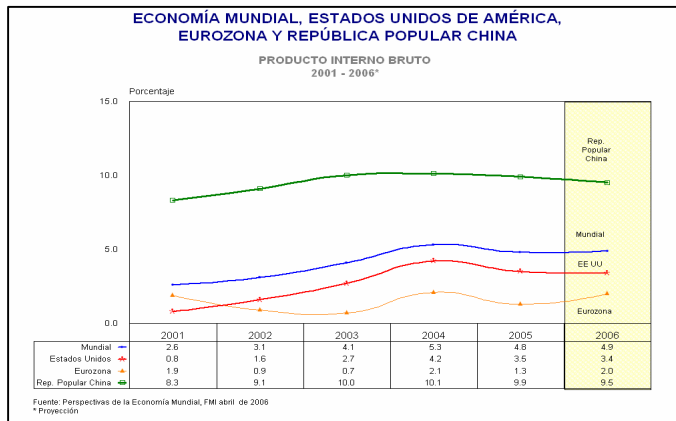
La implementación de la política monetaria en 2006, como se indicó, es consistente con los esfuerzos de avanzar en la adopción de un esquema completo de metas explícitas de inflación, que se fundamenta en la elección de la meta de inflación como el ancla nominal de la referida política y se consolida con la vigencia de un régimen de tipo de cambio flexible, con el uso de instrumentos de control monetario indirecto (operaciones de estabilización monetaria, privilegiando las decisiones de mercado), así como con el fortalecimiento de la transparencia de las actuaciones del Banco Central.

En el contexto descrito, la tasa interanual de inflación se desaceleró durante el primer semestre del año, al pasar de 8.57% en diciembre de 2005 a 7.55% en junio de 2006.

Entorno internacional. En el primer semestre del año el precio internacional del petróleo ha mostrado volatilidad derivada, principalmente, de las tensiones políticas en Nigeria (país que suministra aproximadamente un 8% de la oferta mundial del crudo), de las tensiones geopolíticas asociadas al programa nuclear de Irán (país que abastece alrededor de un 13% de la referida oferta) y del reciente lanzamiento de misiles por parte de Corea del Norte al Mar del Japón. Los expertos internacionales en la materia estiman que las actuales condiciones del mercado petrolero mundial (escenario base) no permiten prever que los precios internacionales del crudo puedan registrar una reducción significativa, en los meses subsiguientes. Por su parte, en un escenario

pesimista, estiman que los precios difícilmente podrían permanecer por debajo de US\$70.00 por barril si llegara a producirse un evento importante que provocara la suspensión en las exportaciones de crudo de Nigeria o de Irán. Adicionalmente, consideran que un escenario de precios bajos (escenario optimista) podría presentarse como resultado, principalmente, del mantenimiento del nivel de los inventarios de crudo (particularmente en los Estados Unidos de América), del debilitamiento de la demanda de petróleo por parte de los Estados Unidos de América y de la República Popular China (como resultado de una rápida desaceleración de sus economías), del otorgamiento de concesiones a los rebeldes en Nigeria que permitan una distensión entre las partes y de una pronta solución al conflicto originado por el programa nuclear de Irán.

GRÁFICA 1



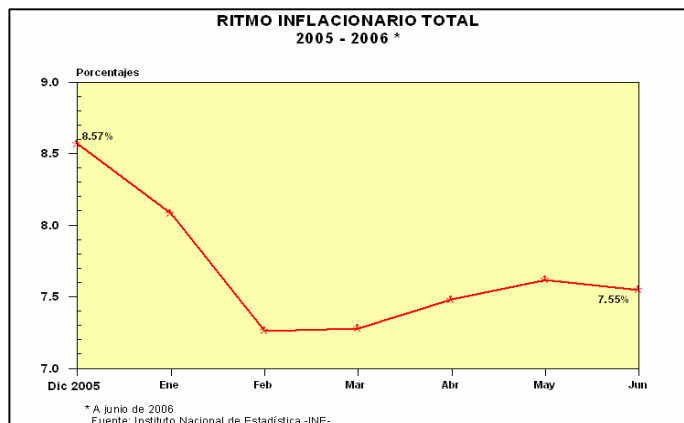
Por otra parte, para 2006, el Fondo Monetario Internacional -FMI-, estima que la economía mundial crezca 4.9%; dicho comportamiento se sustenta, principalmente, en el repunte que se viene observando en la producción industrial mundial a partir del segundo semestre de 2005, en la capacidad de adaptación a las nuevas condiciones del mercado mundial que ha venido presentando el sector de servicios, en el mayor crecimiento mostrado por el comercio mundial, en la mejora en el mercado laboral y en el aumento de la confianza de los consumidores. El porcentaje de crecimiento económico para 2006 es ligeramente superior al observado en 2005, manteniéndose el dinamismo de la economía global. Dicho comportamiento se sustenta, fundamentalmente, en la evolución prevista del crecimiento económico de los Estados Unidos de América (país que representa el 20.1% de la economía mundial y es el principal socio comercial de Guatemala), que se prevé registre una tasa de crecimiento económico de 3.4%, así como en el dinámico comportamiento proyectado de la economía de la República Popular China, la cual, no obstante las medidas de restricción macroeconómica implementadas en 2005, continúa registrando un importante crecimiento, que se estima en 9.5% para 2006.

Entorno interno. A nivel interno ha sido importante el apoyo brindado por la política fiscal a la 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 reflejado en un aumento de los depósitos a plazo en el Banco de Guatemala; y, la formación de expectativas positivas de crecimiento económico por parte de los agentes económicos, derivada del citado comportamiento de la economía global y de la consolidación de las políticas monetaria, fiscal y comercial, entre otros factores.

Es importante mencionar que el mantenimiento de la disciplina fiscal es fundamental para consolidar la estabilidad macroeconómica, así como para crear un ambiente de certidumbre y confianza, en el que los agentes económicos tomen decisiones adecuadas en materia de consumo, ahorro e inversión, factores que son fundamentales para propiciar el crecimiento y desarrollo ordenado de la economía nacional¹.

GRÁFICA 2



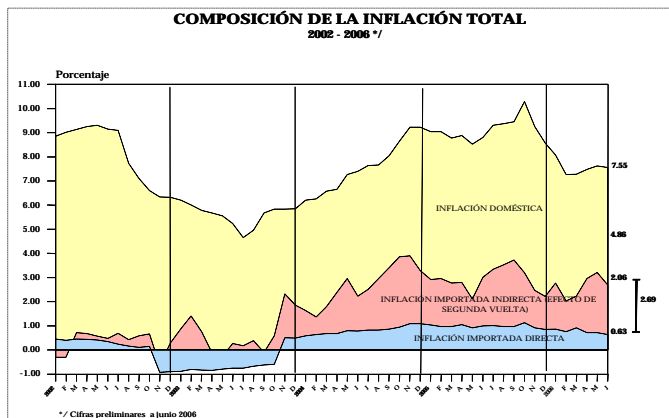
Inflación. A junio de 2006 el ritmo inflacionario, en el marco de la ejecución de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, se desaceleró 1.02 puntos porcentuales, al pasar de 8.57% en diciembre de 2005 a 7.55% en junio de 2006.

El referido comportamiento se asocia, por un lado, al hecho de que los precios de los derivados del petróleo en Guatemala registraron incrementos de menor proporción en el primer semestre del año respecto de la evolución de los mismos en el segundo semestre de 2005 y, por el otro, al efecto rezagado proveniente del incremento sostenido en la tasa de interés líder de la política monetaria en 2005 y en 2006. En ese sentido, un análisis econométrico reciente realizado por técnicos del Banco de Guatemala indica que para los niveles inflacionarios registrados en los últimos dos años, un incremento de 1% en la tasa de interés líder de la política monetaria reduciría en 0.43% el ritmo inflacionario, con un rezago de seis meses².

¹ Cabe hacer hincapié en el hecho de que recientemente la calificadora internacional de riesgo *Standard & Poor's* elevó la calificación de la deuda soberana a largo plazo en moneda extranjera de la República de Guatemala de BB- a BB. La referida calificadora internacional también aumentó la calificación de la deuda interna de largo plazo de BB a BB+. Por su parte, la calificadora internacional de riesgo *Moody's* cambió de "estable" a "positiva" la calificación de la deuda soberana del país en moneda extranjera. Asimismo, *Fitch Ratings* asignó a Guatemala la calificación soberana BB+ con perspectiva estable aplicable a la deuda de largo plazo tanto en moneda extranjera como en moneda nacional. De acuerdo con dichas entidades, las referidas modificaciones a la calificación de riesgo país, están respaldadas, entre otros aspectos, por los bajos niveles de deuda externa del país, por el fortalecimiento de su posición externa, por el largo historial de disciplina fiscal e inflación moderada, por el sólido récord de pago de la deuda comercial, por el fortalecimiento del sistema bancario y por la perspectiva de un crecimiento económico sostenido. Cabe señalar que la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OECD, por sus siglas en inglés) mejoró recientemente la calificación de riesgo país de Guatemala, al reducirla de 6 a 5 (donde 0 y 7, representan el menor y el mayor riesgo país, en su orden). Un mayor detalle sobre las referidas calificaciones, se encuentra en el Anexo 1 del presente documento.

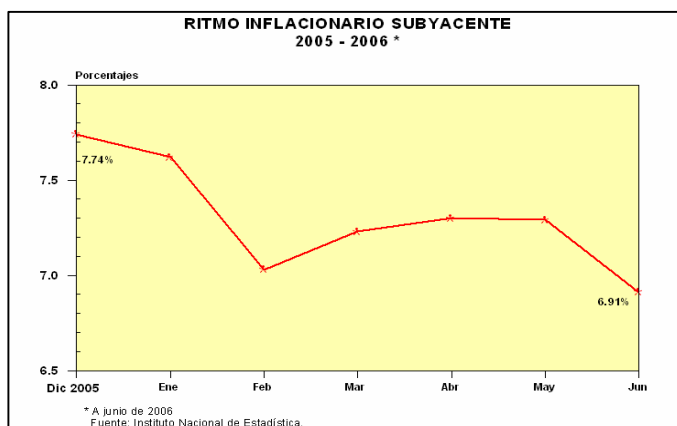
² El modelo de regresión simple utilizado para la estimación se basa en una serie mensual de enero de 2004 a junio de 2006 y se especificó de la manera siguiente: ritmo inflacionario = $\beta_0 + \beta_1$ (tasa de interés líder $t-6$), donde β_0 = intercepto y β_1 = pendiente. El término de error fue modelado mediante un proceso de promedios móviles de orden 12.

GRÁFICA 3



Como consecuencia del comportamiento del precio internacional del petróleo, la inflación importada se incrementó 0.48 puntos porcentuales, al pasar de 2.21 puntos porcentuales en diciembre de 2005 a 2.69 puntos porcentuales en junio de 2006, lo que aunado a una desaceleración de 1.50 puntos porcentuales en la inflación doméstica en el mismo período, explica, como se indicó, la disminución de 1.02 puntos porcentuales en el ritmo inflacionario. A junio de 2006, del ritmo inflacionario de 7.55%, 2.69 puntos porcentuales correspondieron a la inflación importada y 4.86 puntos porcentuales a la inflación doméstica. Cabe destacar que con base en el referido análisis de la composición del ritmo inflacionario en inflación importada y doméstica, se observa, por una parte, que la inflación doméstica se ha venido reduciendo sostenidamente, al pasar de 6.36% en diciembre de 2005 a 4.86% en junio de 2006 y, por la otra, que si se adiciona a la inflación doméstica el promedio de la inflación importada histórica (0.52%); dicho ritmo ascendería a 5.38%. No obstante, se estima que del total del peso relativo de la inflación importada en el ritmo inflacionario total (2.69 puntos porcentuales) 2.06 puntos porcentuales son atribuibles a efectos de segunda vuelta³, los cuales, a diferencia de la inflación importada de primera vuelta, sí pueden ser moderados mediante medidas de restricción monetaria.

GRÁFICA 4



Por su parte, el ritmo inflacionario subyacente, también mostró una tendencia a la desaceleración, al pasar de 7.74% en diciembre de 2005 a 6.91% en junio de 2006 (una disminución de 0.83 puntos porcentuales), lo que denota, como se indicó, que los ajustes en la tasa de interés líder de las operaciones de estabilización monetaria aplicados en 2005 y en 2006, apoyados por la disciplina fiscal, han incidido positivamente en el comportamiento de dicha variable.

Ejecución de la Política Monetaria. Durante el primer semestre de 2006, la gestión de la política monetaria se enfocó en continuar con el proceso de adopción de un esquema completo de metas explícitas de inflación y, como parte de ello, en moderar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos.

³ Se refieren al aumento de los precios de aquellos bienes y servicios que en su estructura de costos no incorporan los derivados del petróleo, pero que se ven afectados de manera indirecta por aspectos tales como el aumento en los precios del transporte, electricidad y otros.



En ese contexto, la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia vigente dispone que las decisiones en materia de tasa de interés líder de la política monetaria serán adoptadas por la Junta Monetaria una vez al mes conforme un calendario anual de reuniones, tomando como base el análisis que para el efecto realice el Comité de Ejecución, en función del Sistema de Pronósticos y Análisis de la Política Monetaria y del seguimiento de las variables indicativas de dicha política.

A continuación se presenta un resumen de los principales factores que la Junta Monetaria tomó en consideración en los meses de abril y junio, cuando acordó elevar el nivel de la tasa de interés líder de la política monetaria.

En lo concerniente a la decisión de abril de 2006, la Junta Monetaria por unanimidad decidió aumentar la tasa de interés líder de la política monetaria de 4.25% a 4.50%, tomando en cuenta el análisis del Comité de Ejecución, el balance de riesgos de inflación de dicho mes y la orientación de las variables indicativas, enfatizando, entre otros, los aspectos siguientes:

- Que la tasa de interés activa del sistema bancario, al ser de largo plazo incluye una prima por inflación, por lo que un ajuste en la tasa de interés líder reviste especial importancia dado que contribuye a enviar una señal correcta acerca de la restricción en las condiciones monetarias, lo que podría inducir a una reducción en la referida prima.
- Que un aumento en la tasa de interés líder ayudaría a que la tasa de interés de largo plazo se mantenga estable.
- Que la estabilidad del precio internacional del petróleo hacía previsible que se mantuvieran las expectativas en relación a que los precios de las gasolinas permanecieran estables en el corto plazo.
- Que la Reserva Federal de los Estados Unidos de América, el 10 de mayo de 2006, tomaría la decisión respecto al nivel de su tasa de interés objetivo, por lo que se consideró conveniente monitorear la evolución de las tasas de interés en los mercados internacionales.



Por su parte, en lo que se refiere a la decisión de junio de 2006, la Junta Monetaria tomó en cuenta el análisis del Comité de Ejecución, el balance de riesgos de inflación de dicho mes y la orientación de las variables indicativas. Con esa base, por unanimidad decidió aumentar la tasa de interés líder de la política monetaria de 4.50% a 4.75%, considerando, entre otros, los aspectos siguientes:

- Que aunque la política monetaria no puede evitar los efectos directos de la inflación importada que se producen por las alzas en los precios de los combustibles, estimó procedente adoptar medidas orientadas a moderar las expectativas inflacionarias y limitar así los efectos de segunda vuelta que pueden derivarse de dicha inflación importada.
- Que los indicadores de crecimiento económico seguían mostrando un comportamiento robusto de la actividad real en el país, a la vez que la mayoría de las variables indicativas apuntaban a que, con una adecuada conducción de las políticas monetaria y fiscal, el logro de la meta inflacionaria en el mediano plazo resulta factible.
- Que las proyecciones de inflación, tanto del Banco de Guatemala como del panel de analistas privados, señalaban que el ritmo inflacionario para diciembre de 2006 y de 2007 podría situarse por encima de la meta establecida por la Junta Monetaria para cada uno de esos años.
- Que un aumento en la tasa de interés líder de la política monetaria enviaría un mensaje de certeza en cuanto al cumplimiento de la meta de inflación, lo cual incidiría positivamente en las expectativas de precios de los agentes económicos.

Por último, vale la pena destacar 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 el desarrollo económico ordenado de la economía nacional.

II. ENTORNO MACROECONÓMICO

A. SECTOR EXTERNO

1. Persistencia de los altos precios del petróleo

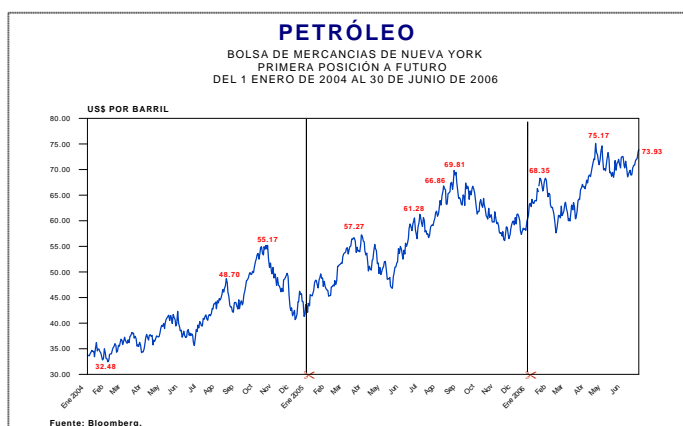
En las actuales circunstancias, el principal riesgo inflacionario para los países que, como Guatemala, son importadores netos de petróleo, se asocia a la incertidumbre en cuanto a la evolución del precio del crudo.

Durante el primer semestre del año el precio internacional del petróleo continuó incrementándose, hasta alcanzar un récord histórico de US\$75.17 por barril el 21 de abril. En efecto, en el citado período el precio promedio del barril de petróleo en el mercado internacional se situó en US\$67.11, superior al promedio observado en igual período de 2005 (US\$51.51).

En un escenario base estimado por la empresa *Global Insight*, que supone que el precio internacional del barril de petróleo se mantenga en niveles cercanos a US\$68.00 por barril para 2006 y a US\$65.50 por barril para 2007, se esperaría, de acuerdo con las proyecciones econométricas de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, que el ritmo inflacionario para diciembre de 2006 se sitúe en 7.50% y en 7.09% para diciembre de 2007⁴.

Cabe mencionar que el precio internacional del petróleo continúa registrando volatilidad, debido a la sensibilidad de éste a cambios en la oferta y demanda mundial del crudo. Sobre el particular, el Fondo Monetario Internacional -FMI-⁵ ha señalado que tal situación se debe a que existe una brecha muy reducida, de alrededor de 1.5 millones de barriles diarios, entre la oferta y la demanda, e indica que para que el comportamiento volátil del precio internacional del petróleo se estabilice, dicha brecha se debería ubicar entre 3 y 4 millones de barriles diarios. Al respecto, *Global Insight*, empresa de reconocido prestigio internacional en el análisis del mercado del petróleo, señala que actualmente la oferta mundial del crudo se

GRÁFICA 5



⁴ Escenario pasivo, con base en el promedio aritmético de los dos métodos econométricos de pronóstico utilizados, que no incluye medidas correctivas de política monetaria.

⁵ Oil Market Developments and Issues, FMI, marzo de 2005.

sitúa en 85.56 millones de barriles diarios, en tanto que la demanda se sitúa en 84.89 millones de barriles diarios, lo que da como resultado una brecha de 0.67 millones de barriles diarios, como se presenta en el cuadro siguiente:

**PETRÓLEO
OFERTA Y DEMANDA MUNDIAL**

Millones de barriles diarios

		2004	2005	2006 ^{py}
OFERTA	MIEMBROS OPEP ^{1/}	32.83	33.95	34.59
	NO MIEMBROS OPEP	50.11	50.14	50.97
	TOTAL OFERTA	82.94	84.09	85.56
DEMANDA	OECD ^{2/}	49.48	49.66	49.86
	RESTO DEL MUNDO	33.09	34.00	35.03
	TOTAL DEMANDA	82.57	83.66	84.89
BALANCE GLOBAL		0.37	0.43	0.67

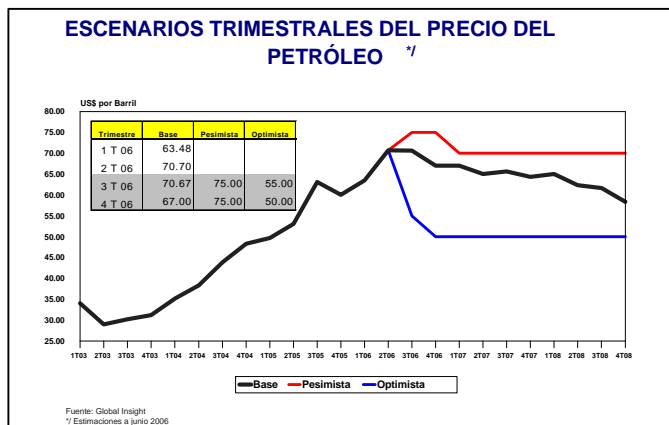
^{py}/ Cifras proyectadas

1/ Organización de Países exportadores de Petróleo (11 países productores)

2/ Organization of Economic Cooperation and Development (30 países industrializados)

Fuente: Global Insight (Junio 2006)

GRÁFICA 6



Tomando en cuenta lo anterior, no debería descartarse que la ocurrencia de eventos exógenos pueda cambiar el escenario base mencionado. Por ejemplo, *Global Insight* considera que si no se produce ninguna acción destinada a detener el programa de investigación nuclear de Irán, el precio del barril de petróleo podría reducirse a US\$50.00 (escenario optimista); en contraste, si surgiera un choque de oferta el precio podría alcanzar US\$75.00 por barril (escenario pesimista). Dicho escenario, según otros expertos internacionales, se explicaría fundamentalmente por los factores siguientes: a) la suspensión de las exportaciones de petróleo de Nigeria a causa de su inestabilidad política interna; b) la suspensión de las exportaciones de petróleo de Irán, derivada de una decisión de la Organización de Naciones Unidas -ONU- o de los países interesados en detener su programa nuclear; c) el inicio de nuevos ataques terroristas en el oriente medio; y, d) el surgimiento de nuevos acontecimientos geopolíticos que afecten el mercado del petróleo, como los misiles lanzados por Corea del Norte al Mar del Japón y el conflicto armado entre Israel y Líbano.



RECUADRO 1 **ESCENARIOS DEL MERCADO PETROLERO ^{1/}**

ESCENARIO BASE

Las tensiones derivadas de las crisis políticas en torno a Nigeria e Irán, así como la incapacidad de la oferta para responder apropiadamente ante el incremento de la demanda mundial de petróleo, se combinan para mantener el precio internacional del crudo fluctuando alrededor de US\$70.00 por barril, a lo cual se suma la temporada vacacional en los Estados Unidos de América, en la que se incrementan los viajes internos y, en consecuencia, aumenta el consumo de combustibles. En efecto, a pesar de que la demanda del crudo continúa incrementándose, la capacidad de producción en los países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo -OPEP- no ha registrado incrementos significativos. Asimismo, debido a que la producción de la OPEP se encuentra próxima al límite de su capacidad instalada, cualquier incremento que pueda ser acordado en la producción del crudo resultará insuficiente para restablecer la capacidad de respuesta de los inventarios mundiales, ante la eventualidad de nuevos acontecimientos geopolíticos o climáticos; en consecuencia, el precio del crudo permanecerá volátil.

ESCENARIO PESIMISTA

El mercado internacional continúa vulnerable, debido a la volatilidad que registra actualmente el precio del crudo, por lo que éste podría registrar alzas significativas en cualquier momento. Se estima que un escenario de precios altos podría darse como resultado de, por lo menos uno de los siguientes eventos:

- ✓ Intensificación de tensiones geopolíticas, especialmente las relacionadas con Irán y su programa nuclear; e,
- ✓ Interrupciones de importancia en la producción de Nigeria, de Irán o de otro país productor.

Independiente de los dos eventos citados, existen otros a considerar, los cuales se contraen a lo siguiente:

- ✓ Problemas en el suministro de gasolina o diesel a los Estados Unidos de América;
- ✓ Mayor crecimiento de la demanda por parte de la República Popular China;
- ✓ Ataques terroristas o incremento de la tensión política en Oriente Medio;
- ✓ Falta de respuesta de los países miembros de la OPEP ante incrementos a la producción acordados por ésta;
- ✓ Interrupciones y retrasos en los incrementos a la producción programados por países no miembros de la OPEP; y,
- ✓ Nuevas presiones al alza por parte de los agentes financieros que invierten en el mercado del crudo, especialmente en los contratos a corto plazo.

Para el tercer trimestre del presente año se estima que, en un escenario de precios altos, el precio promedio por barril podría situarse en aproximadamente US\$75.00, aun cuando se produjeran pérdidas importantes en Nigeria o se generaran acciones militares en el Oriente Medio, eventos ante los cuales se prevé una liberación de inventarios de las reservas estratégicas de la OPEP, para contener el alza de precios.

ESCENARIO OPTIMISTA

Un escenario de precios bajos podría presentarse como resultado de los acontecimientos siguientes:

- ✓ La solución del conflicto derivado del programa nuclear iraní;
- ✓ La normalización de la producción petrolera en Nigeria;
- ✓ La desaceleración del crecimiento económico mundial (situación actualmente improbable); y,
- ✓ El incremento significativo en la producción de etanol y de diesel ultra-bajo en azufre^{2/}.

En este escenario se esperaría un rápido descenso del precio del barril de crudo a niveles cercanos a US\$55.00 y un deslizamiento posterior a US\$50.00; sin embargo, es improbable que el precio del crudo descienda aún más, puesto que se percibe que la OPEP considera este último precio como el mínimo posible.

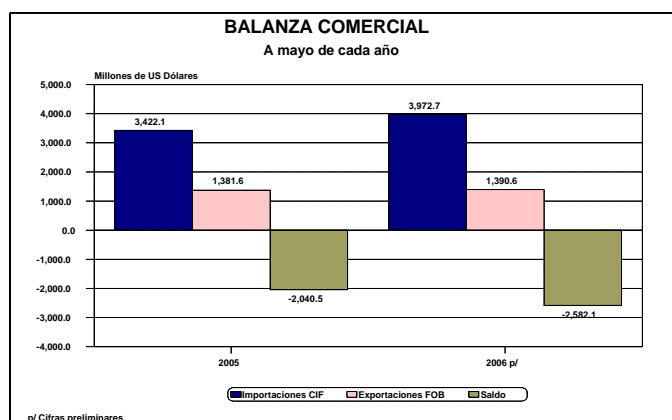
NOTAS:

1. El 5 de julio de 2006, según *Bloomberg* el precio internacional del barril de petróleo alcanzó el nivel récord de US\$75.40, como consecuencia de la incertidumbre que en el mercado internacional del crudo generó el lanzamiento, por parte de Corea del Norte, de misiles de prueba en el Mar del Japón.
2. El 14 de julio de 2006, de acuerdo a *Bloomberg* el precio internacional del barril de petróleo alcanzó un nuevo récord histórico de US\$77.03, derivado del recrudecimiento de las acciones militares entre Israel y Líbano.

^{1/} Fuente: Global Insight

^{2/} Dicho combustible contiene 50 partes por millón de azufre, lo cual resulta en menores emisiones contaminantes en comparación con el diesel normal (el cual contiene 500 partes por millón de azufre).

GRÁFICA 7



2. Balanza comercial a mayo de 2006

La balanza comercial⁶, a mayo de 2006, registró un saldo deficitario de US\$2,582.1 millones, superior en US\$541.6 millones (26.5%) al saldo deficitario observado en igual período del año previo. Este resultado estuvo determinado, por una parte, por el aumento de 0.7% en el valor de las exportaciones FOB (19.7% a mayo de 2005), al pasar de US\$1,381.6 millones a mayo de 2005 a US\$1,390.6 millones a mayo de 2006 y, por la otra, por el crecimiento de 16.1% en el valor de las importaciones CIF (10.7% a mayo de 2005), al pasar de US\$3,422.1 millones a mayo de 2005 a US\$3,972.7 millones a mayo de 2006.

El valor de las exportaciones de café se situó en US\$185.6 millones, monto inferior en US\$41.7 millones (18.3%) en relación a mayo de 2005, lo que se explica por una disminución de 19.1% en el volumen exportado, a pesar del incremento de 1.0% en el precio medio de exportación, que aumentó de US\$103.42 por quintal a mayo de 2005 a US\$104.41 en igual período de 2006. Dicho comportamiento se asocia, según la Organización Internacional del Café -OIC-, al aumento en la demanda mundial del grano y a la reducción de los inventarios, tanto en los países exportadores como en los países importadores de dicho producto. Por su parte, el volumen exportado disminuyó al pasar de 2,197.9 miles de quintales a mayo de 2005 a 1,777.6 miles de quintales en igual período de 2006, comportamiento asociado, según la Asociación Nacional del Café -ANACAFÉ-, a los daños en las plantaciones cafetaleras causados por la tormenta tropical *Stan*.

⁶ Las cifras presentadas corresponden al criterio de balanza de pagos.



El valor de las exportaciones de azúcar fue de US\$93.1 millones, monto superior en US\$6.5 millones (7.5%) al registrado a mayo de 2005, como resultado de un aumento de 16.8% en el precio medio de exportación, a pesar de una disminución de 8.0% en el volumen exportado. En efecto, el precio medio de exportación por quintal, pasó de US\$7.96 durante el período de enero a mayo de 2005 a US\$9.30 en igual período de 2006. Según la Organización Internacional del Azúcar -OIA-, dicho comportamiento obedece a la reducción en la oferta mundial del edulcorante, la cual tiene su origen en la disminución de la producción exportable proveniente de la Unión Europea, debido a la eliminación de subsidios para el cultivo de dicho producto, así como al incremento en la demanda de caña de azúcar para la producción de etanol, especialmente en Brasil, principal productor a nivel mundial. Por su parte, el volumen exportado se redujo, al pasar de 10,874.3 miles de quintales de enero a mayo de 2005 a 10,007.1 miles de quintales en igual período de 2006.

En lo que respecta a las exportaciones de banano, el valor de éstas se ubicó en US\$67.8 millones, monto inferior en US\$29.7 millones (30.5%) al registrado a mayo de 2005. Dicho resultado obedeció principalmente a la disminución de 2,615.4 miles de quintales (28.4%) en el volumen exportado, lo que, en parte, se originó por la disminución en la producción bananera de la costa sur, debido a los daños ocasionados por la tormenta tropical *Stan*. Cabe indicar que, según apreciaciones de la Compañía de Desarrollo Bananero de Guatemala, S.A. -BANDEGUA- y de la Compañía Bananera Guatemalteca Independiente, S.A. -COBIGUA-, la reducción en las exportaciones de banano también se explica porque Guatemala dejó de exportar al mercado europeo, derivado de que la Unión Europea abandonó la modalidad de cuotas y estableció un nuevo arancel a las importaciones de banano de 176 euros por tonelada métrica a partir de enero de 2006. Otro factor que influyó en la disminución del valor de las exportaciones de banano fue la leve reducción de 2.9% en el precio medio de exportación, el cual pasó de US\$10.59 a mayo de 2005 a US\$10.29 en igual período de 2006.

El valor de las exportaciones de cardamomo fue de US\$36.3 millones, monto superior en US\$2.6 millones (7.7%) al observado a mayo de 2005. Este resultado se



explica por el aumento de 19.3% en el precio medio de exportación por quintal, que pasó de US\$90.11 a mayo de 2005 a US\$107.52 a mayo de 2006. Dicho comportamiento se asocia a la recuperación de la demanda, especialmente, de Arabia Saudita, de Pakistán y de Kuwait, principales países importadores del aromático. En términos del volumen exportado, se registró una disminución, al pasar de 374.0 miles de quintales a mayo de 2005 a 337.6 miles de quintales en el mismo período de 2006.

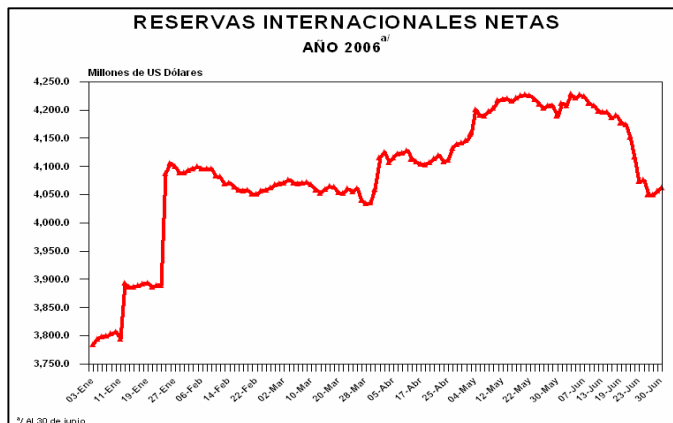
En lo concerniente al petróleo, el valor de las exportaciones a mayo de 2006 se situó en US\$85.7 millones, monto superior en US\$9.3 millones (12.2%) al observado en el mismo período de 2005, lo que se explica por el aumento del precio medio por barril de petróleo, el cual aumentó en 39.4% al ubicarse en US\$41.09 a mayo de 2006 (US\$29.47 en el mismo período de 2005). Por su parte, el volumen exportado se redujo en 19.6%, al pasar de 2,592.3 miles de barriles a mayo de 2005 a 2,085.5 miles en el mismo período de 2006.

En lo que se refiere al valor de las exportaciones de Otros Productos, éste se situó en US\$922.1 millones, monto superior en US\$62.0 millones (7.2%) respecto a mayo de 2005. Este resultado obedece al aumento de US\$72.6 millones (13.1%) en las exportaciones destinadas a países del área centroamericana. En efecto, con respecto a mayo de 2005 se registró un incremento en las exportaciones de artículos de papel y cartón (24.6%), de productos alimenticios (20.8%), de artículos plásticos (18.0%) y de materiales de construcción (12.8%). No obstante, en el referido período se registró una disminución de US\$10.6 millones (3.5%) en las exportaciones destinadas a países fuera del área centroamericana.

En cuanto a las importaciones a mayo de 2006, su valor CIF se ubicó en US\$3,972.6 millones, monto superior en US\$550.6 millones (16.1%) al registrado en igual período de 2005. Este resultado se explica, principalmente, por los elevados precios del petróleo y sus derivados, así como por el incremento en los precios de algunas materias primas. En efecto, las importaciones de combustibles y lubricantes registraron un monto de US\$812.5 millones, superior en US\$264.9 millones (48.4%) al monto registrado en igual período de 2005.

Adicionalmente, al analizar las otras importaciones, por tipo de bien, a mayo de 2006 destaca, principalmente, el comportamiento de las importaciones de Maquinaria, Equipo y Herramienta que registraron un monto de US\$790.1 millones, superior en US\$139.3 millones (21.4%) al valor registrado en igual período del año anterior. Con relación a las importaciones de Bienes de Consumo, éstas se situaron en US\$1,129.7 millones, monto mayor en US\$111.3 millones (10.9%) respecto a mayo de 2005. Por su parte, las importaciones de materiales de construcción exhibieron un crecimiento de 10.3%, al pasar de US\$80.0 millones a mayo de 2005 a US\$88.2 millones a mayo de 2006.

GRÁFICA 8



3. Reservas internacionales netas

Al 30 de junio de 2006, las Reservas Internacionales Netas -RIN- se situaron en US\$4,062.4 millones, lo que significa un aumento de US\$280.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2005. Dicho aumento es el resultado de ingresos de divisas por US\$518.9 millones, egresos de divisas por US\$439.8 millones y otros ingresos netos por US\$200.9 millones. Los ingresos se originaron principalmente por desembolsos de deuda pública externa recibidos por el Sector Público no Financiero por US\$412.4 millones y por compra de divisas por parte del Banco de Guatemala a bancos de sistema por medio del Sistema Electrónico de Negociación de Divisas -SINEDI- por US\$106.5 millones. Dentro de los desembolsos recibidos destacan el del préstamo para el Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión por US\$199.0 millones otorgado por el Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-, el del primer préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia por US\$99.8 millones concedido por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF- y el del préstamo para el Programa de Mejoramiento de la Calidad Social por US\$60.0 millones otorgado por el Banco Interamericano de Desarrollo -BID-. Con relación a los egresos, se efectuaron, por un lado, pagos de capital e intereses correspondientes a Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América por US\$284.3 millones y, por el otro, pagos relativos al servicio de la deuda pública externa por US\$155.5 millones, de los cuales US\$155.2 millones correspondieron al Sector Público no Financiero. En lo

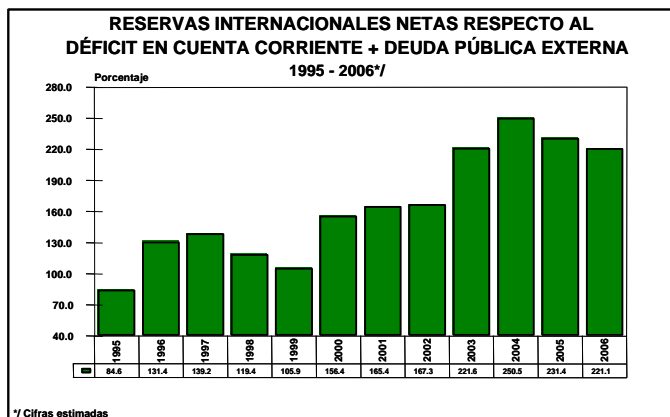
que corresponde a otros ingresos netos, éste rubro se integra por los intereses percibidos sobre inversiones de las RIN (US\$67.3 millones); por el aumento en el saldo de las cuentas de encaje bancario en moneda extranjera (US\$25.4 millones); por el ingreso de regalías por explotación de petróleo (US\$42.4 millones); y, por otros conceptos (US\$65.8 millones⁷).

Se considera que el citado nivel de RIN es adecuado, ya que el mismo cubriría 4.7 meses de importaciones de bienes. Adicionalmente, 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 RIN debe ser suficiente para financiar al menos 3.0 meses de importaciones de bienes, ya que éste sería de alrededor de 3.9 meses.

Asimismo, la solidez de la posición externa del país también puede medirse mediante su cobertura de la deuda pública externa. En este sentido, al 30 de junio de 2006, el nivel de RIN era equivalente a 8.6 veces el monto del servicio de la deuda pública externa del país a un año (8.1 veces a junio de 2005).

Por su parte, si se relaciona el nivel de las RIN respecto de la suma del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y los pagos de la deuda pública externa a un año, el resultado indicaría que con el nivel actual de RIN se podría cubrir hasta 2.2 veces las referidas obligaciones.

GRÁFICA 9

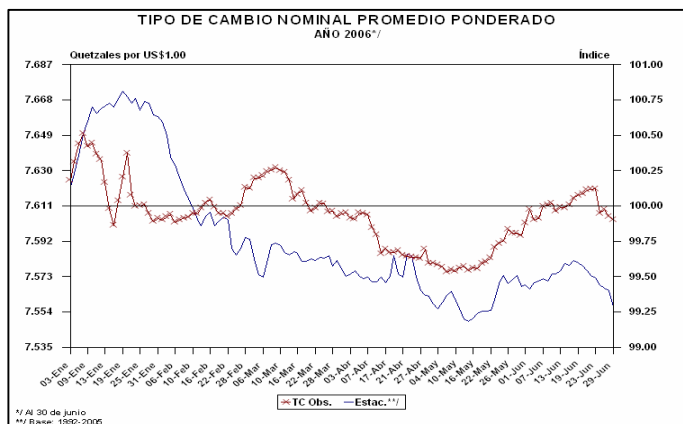


4. Tipo de cambio nominal

En lo que respecta al tipo de cambio nominal durante el primer semestre de 2006, éste evolucionó la mayor parte del período conforme a su comportamiento estacional, ubicándose su promedio ponderado el 30 de junio de 2006 en Q7.60 por US\$1.00, lo cual implica una apreciación de 0.1% con respecto al nivel registrado el 31 de diciembre de 2005 (Q7.61 por US\$1.00). Cabe indicar que, conforme al mandato de la política monetaria vigente de reducir la volatilidad del tipo de cambio, el Banco de Guatemala realizó compras de divisas en el mercado cambiario durante el primer semestre de 2006 por un monto de US\$106.5 millones,

⁷ Incluye: variación del precio internacional del oro; cheques, giros y órdenes de pago; remesas consulares; y, liquidación de cartas de crédito.

GRÁFICA 10



monto inferior a las compras efectuadas durante el mismo período de 2005 (US\$346.6 millones).

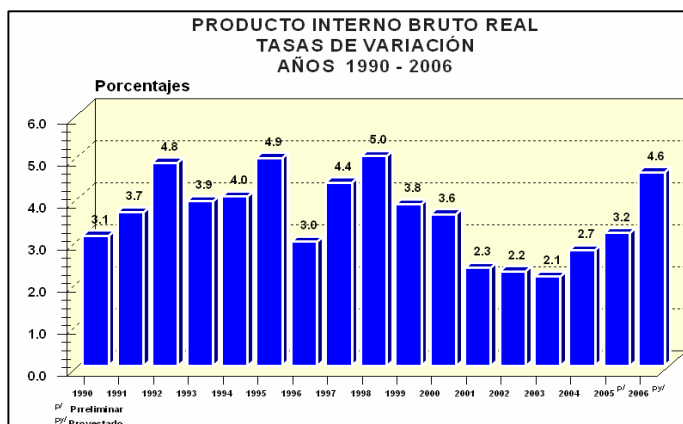
En el primer trimestre, el tipo de cambio mostró cierta volatilidad entre el 12 y el 17 de enero, al registrar niveles entre Q7.64 y Q7.59 por US\$1.00, respectivamente, por lo que para moderar dicho comportamiento, el 16 de enero el Banco de Guatemala compró divisas en el mercado cambiario por un monto de US\$6.5 millones.

En el segundo trimestre, el tipo de cambio mostró nuevamente volatilidad entre el 18 de abril y el 15 de mayo, cuando su cotización osciló entre Q7.59 y Q7.57 por US\$1.00. Lo anterior hizo necesaria la participación del Banco de Guatemala en el mercado cambiario comprando divisas durante abril y mayo, por US\$42.0 millones y por US\$58.0 millones, respectivamente.

B. SECTOR REAL

1. La actividad económica para 2006

GRÁFICA 11



Para 2006 se estima que la actividad económica nacional, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-, en términos reales, registre un crecimiento de 4.6% (en Anexo 2 se presenta el dinamismo de cada uno de los sectores productivos), superior en 1.4 puntos porcentuales al registrado en 2005 (3.2%). Cabe indicar que esta tasa de crecimiento es superior a la del promedio observado en la década de los noventa (4.1%).

En el orden externo, el comportamiento previsto en la actividad económica se fundamenta, por una parte, en que pese a la desaceleración económica mundial observada a partir de 2005, todavía se esperan tasas de crecimiento favorables para la economía de los Estados Unidos de América, así como para la del resto de los principales socios comerciales de Guatemala⁸ y, por la otra, en la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio -TLC- entre Estados Unidos de América y Centroamérica y República Dominicana⁹ (DR-CAFTA, por sus siglas en inglés).

⁸ De acuerdo con estimaciones del Fondo Monetario Internacional -FMI- a abril (últimas proyecciones disponibles), para 2006 se prevé que la economía estadounidense crezca 3.4% (3.5% en 2005). Respecto de los países Centroamericanos, el referido organismo estima que para 2006 sus economías crecerán en la forma siguiente: Costa Rica 3.6% (4.1% en 2005); El Salvador 3.5% (2.8% en 2005); Honduras 4.3% (4.2% en 2005); y, Nicaragua 3.7% (4.0% en 2005).

⁹ El Anexo 3 presenta los principales aspectos de la ley de implementación del referido tratado.

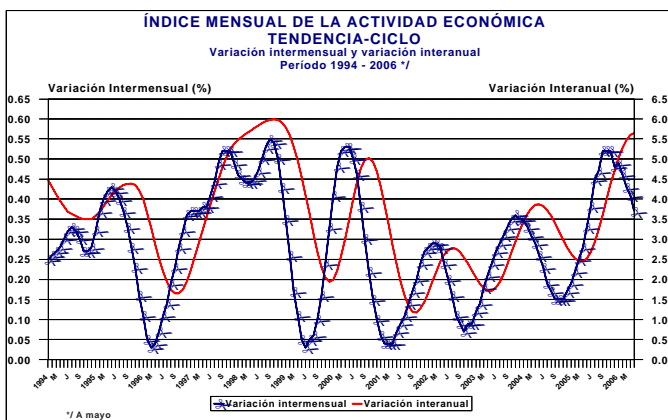
El FMI¹⁰ estima que el TLC podría representar para los países de América Central un crecimiento de 0.7 puntos porcentuales anuales adicionales a lo que crecerían en un escenario sin TLC, hasta llegar, en el largo plazo, a un máximo de 1.5 puntos porcentuales anuales adicionales. Por su parte, el Banco Mundial - BM-¹¹ estima que es posible que el TLC tenga efectos positivos en el crecimiento económico de América Central de entre 0.6 y 0.8 puntos porcentuales adicionales a los que registrarían en un escenario sin TLC.

En relación al impacto que el DR-CAFTA podría tener sobre la tasa de crecimiento del PIB real del país, los departamentos técnicos del Banco de Guatemala, con base en un análisis econométrico, estiman que al haberse puesto en vigor este tratado el 1 de julio de 2006, dicho impacto podría ubicarse entre 0.24 y 0.43 puntos porcentuales adicionales para este año (Véase Anexo 4).

En el orden interno, el crecimiento esperado se basa en el mantenimiento de la estabilidad macroeconómica, como resultado de la aplicación de políticas monetaria y fiscal disciplinadas, en la mejora de las expectativas de los agentes económicos fundamentada en una mayor demanda agregada y en el impulso proveniente de la realización de las labores de reconstrucción en las áreas afectadas por la tormenta tropical *Stan*, así como de mayores niveles de inversión pública y privada asociados a dicho esfuerzo y a otras obras de infraestructura¹².

En cuanto al Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, con cifras a mayo de 2006 (última información disponible), éste muestra un comportamiento creciente desde mayo de 2005, lo que resulta congruente con el resultado pronosticado de la actividad económica para el presente año.

GRÁFICA 12

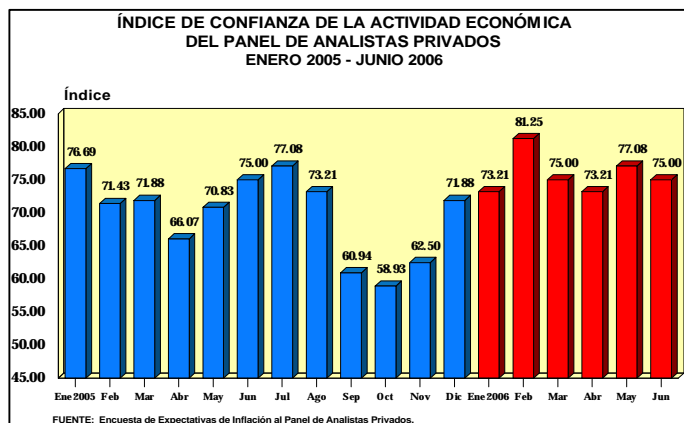


¹⁰ América Central: Integración Mundial y Cooperación Regional. FMI, 2005.

¹¹ EL CAFTA-DR: Desafíos y Oportunidades para América Central. BM, agosto 2005. Página 186.

¹² El Congreso de la República, mediante decretos números 88-2005 y 89-2005 aprobó la ejecución de los proyectos viales de la "Franja Transversal del Norte" y del "Anillo Periférico Metropolitano". Adicionalmente, el Ministerio de Comunicaciones, Infraestructura y Vivienda inició los trabajos para la remodelación del aeropuerto internacional La Aurora y la Municipalidad de la Ciudad de Guatemala está realizando los trabajos de infraestructura vial para la puesta en marcha del TRANSMETRO.

GRÁFICA 13



Por otra parte, de acuerdo con la tendencia del Índice de Confianza de la Actividad Económica del Panel de Analistas Privados¹³, las expectativas del desempeño de la actividad económica continuaron mejorando durante el primer semestre del año, puesto que el nivel de confianza se mantuvo por encima del registrado a finales del año anterior. En efecto, después de haber alcanzado un nivel de 71.88 en diciembre de 2005, el referido índice pasó a 75.0 en junio, alcanzando su máximo nivel en febrero (81.25). Cabe mencionar que el promedio del índice en el primer semestre de 2006 fue de 75.79, superior en 5.3% al promedio registrado en el mismo semestre del año anterior (71.98).

GRÁFICA 14



Otro indicador que se obtiene de la Encuesta de Expectativas de Inflación al Panel de Analistas Privados -EEI- es el relativo a la estimación de crecimiento del PIB. En ese sentido, dichos analistas prevén que la actividad económica nacional para 2006 mostrará un comportamiento más dinámico que en 2005, pues según la EEI de junio de 2006, el PIB crecería a una tasa de 3.7% en el presente año, expectativa de crecimiento superior en 0.5 puntos porcentuales al crecimiento de 2005 (3.2%).

C. SECTOR FISCAL

1. Análisis de la ejecución presupuestaria

De conformidad con cifras preliminares del Ministerio de Finanzas Públicas, la situación financiera del Gobierno Central a junio de 2006 registró un déficit de Q476.7 millones, monto superior al registrado a junio de 2005 (Q21.5 millones).

¹³ 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 y cuyos resultados son publicados en su sitio Web.



GOBIERNO CENTRAL
EJECUCIÓN DEL PRESUPUESTO A JUNIO
AÑOS 2005 - 2006
-En millones de quetzales-

CONCEPTO	2005	2006	VARIACIONES	
			ABSOLUTAS	RELATIVAS
I. Ingresos y Donaciones	11,772.0	13,496.2	1,724.2	14.6
A. Ingresos	11,609.2	13,412.1	1,802.9	15.5
1. Ingresos Corrientes	11,599.4	13,394.7	1,795.3	15.5
a. Tributarios	11,044.1	12,762.6	1,718.5	15.6
b. No Tributarios	555.3	632.1	76.8	13.8
2. Ingresos de Capital	9.8	17.4	7.6	0.0
B. Donaciones	162.8	84.1	-78.7	-48.3
II. Total de Gastos	11,793.5	13,972.9	2,179.4	18.5
A. Funcionamiento	8,561.3	9,868.5	1,307.2	15.3
B. Capital	3,232.2	4,104.4	872.2	27.0
III. Déficit o Superávit Fiscal	-21.5	-476.7	-455.2	2,117.2
IV. Ahorro en Cuenta Corriente	3,038.1	3,526.2	488.1	16.1
V. Financiamiento	21.5	476.7	455.2	2,117.2
A. Financiamiento Externo Neto	-224.6	2,580.0	2,804.6	-1,248.7
B. Financiamiento Interno Neto	3,197.7	1,094.8	-2,102.9	-65.8
C. Variación de Caja (-Aumento +Disminución)	-2,951.6	-3,198.1	-246.5	8.4

FUENTE: Ministerio de Finanzas Públicas.

Los ingresos fiscales, a junio de 2006, registraron un monto de Q13,496.2 millones, superior en Q1,724.2 millones (14.6%) al observado en igual período del año anterior, lo que representa una recaudación de 47.7% en relación al total presupuestado para 2006. Por concepto de ingresos tributarios se percibieron Q12,762.6 millones, monto superior en Q1,718.5 millones (15.6%) al registrado a junio de 2005. Dicho aumento se explica por la mayor recaudación de impuestos directos e indirectos por Q975.1 millones y Q743.4 millones, respectivamente. El aumento en la recaudación de los impuestos directos se explica, principalmente, por los mayores ingresos provenientes tanto del Impuesto Extraordinario y Temporal de Apoyo a los Acuerdos de Paz -IETAAP- por Q559.2 millones, como del Impuesto Sobre la Renta -ISR- por Q423.7 millones. En



el caso de los impuestos indirectos, su crecimiento se debe a la mayor recaudación del Impuesto al Valor Agregado -IVA-, la cual sumó Q5,585.5 millones, monto superior en Q547.9 millones a lo percibido en igual período de 2005; dicho resultado se explica, básicamente, por la mayor recaudación proveniente del IVA sobre importaciones, la cual fue mayor en Q358.9 millones (11.1%) respecto a junio de 2005.

En lo que se refiere a los gastos totales, a junio de 2006, éstos registraron un monto de Q13,972.9 millones, mayor en Q2,179.4 millones (18.5%) respecto al observado en igual período de 2005. Según el Ministerio de Finanzas Públicas, el aumento del gasto público se explica por la aceleración de la ejecución presupuestaria por parte de la mayoría de entidades de la Administración Central, particularmente de las que tienen a su cargo la realización de programas y proyectos de inversión y de ejecución del gasto social; éste último contempla las erogaciones destinadas a los sectores considerados como prioritarios en los Acuerdos de Paz, así como aquellas asignadas al denominado “Programa de Rehabilitación y Reconstrucción originado por la Tormenta Tropical Stan”.

Los gastos de funcionamiento alcanzaron Q9,868.5 millones, mayores en Q1,307.2 millones (15.3%) a los del mismo período del año anterior. Este resultado estuvo determinado, básicamente, por los mayores gastos de operación por Q698.4 millones y de transferencias corrientes por Q450.1 millones. En lo que respecta a los gastos de operación, según el Ministerio de Finanzas Públicas, éstos se explican principalmente por el incremento de 12.4% en las erogaciones del rubro de sueldos y salarios respecto a junio de 2005, como resultado, principalmente, del bono único que se concedió al magisterio nacional en junio y de la mayor contratación de personal para el Cuerpo Especial de Reservas para la Seguridad Ciudadana. En cuanto al crecimiento de las transferencias corrientes, éste se debió, entre otros factores, al subsidio al transporte urbano y a las transferencias realizadas por el Ministerio de Educación a instituciones sin fines de lucro para financiar el Programa de Alimentación Escolar y la adquisición de útiles escolares.



Los gastos de capital se situaron en Q4,104.4 millones, superiores en Q872.2 millones (27.0%) a los de igual período de 2005. Dicho resultado fue determinado por los mayores gastos tanto de inversión indirecta como de inversión directa, los cuales registraron un aumento de Q695.1 millones (29.0%) y de Q177.1 millones (21.3%), en su orden. Por el lado de la inversión directa sobresale el mayor gasto realizado en obras de ampliación, pavimentación, rehabilitación y construcción de carreteras.

En el contexto descrito, el déficit fiscal, como se indicó, se situó en Q476.7 millones, mientras que el ahorro corriente se ubicó en Q3,526.2 millones, mayor en Q488.1 millones (16.1%) al registrado en igual período del año anterior.

En lo que respecta a las fuentes de financiamiento del déficit fiscal, el financiamiento externo neto se situó en Q2,580.0 millones¹⁴ y el financiamiento interno neto en Q1,094.8 millones. Este último es resultado de negociaciones de títulos públicos por Q3,642.0 millones y vencimientos por Q2,547.2 millones. Derivado de lo anterior, se registró un aumento de Q3,198.1 millones en la caja fiscal, como se ilustra en el cuadro siguiente.

2. Deuda pública

a) Interna

El saldo de la deuda pública interna, según cifras preliminares a junio, se situó en Q17,520.4 millones, mayor en Q1,094.8 millones (6.7%) al monto observado en diciembre de 2005. Este crecimiento obedeció, principalmente, a que durante el período objeto de estudio las tenencias de valores por parte del sector bancario y el sector privado no bancario se incrementaron en Q687.8 millones y en Q623.6 millones, respectivamente. Por el contrario, las entidades oficiales y el sector de no residentes redujeron sus tenencias de valores públicos en Q138.1 millones y en Q78.6 millones, en su orden.

¹⁴ Incluye desembolsos de los siguientes préstamos: del BCIE por Q1,513.5 millones para financiar parcialmente el "Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión"; del BIRF por Q761.5 millones destinado al "Primer Préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia"; y, del BID por Q455.8 millones para el "Programa de Mejoramiento de la Calidad del Gasto Social", desembolsos que suman un total de Q2,730.8 millones.



En lo que se refiere a la estructura por tenedor del saldo de la deuda pública interna, al 31 de diciembre de 2005, la participación del sector privado no bancario y del sector bancario era de 46.3% y 21.1% del total, respectivamente; mientras que a junio del presente año, dicha participación se ubicó en 46.9% y 23.7% del total, en su orden. En contraste, las entidades oficiales y el sector de no residentes disminuyeron su participación relativa de diciembre de 2005 a junio de 2006, al pasar de 23.7% y 3.1% a 21.4% y 2.5%, respectivamente.

b) Externa

De conformidad con cifras preliminares, a junio de 2006, el saldo de la deuda pública externa se situó en US\$4,063.2 millones, monto superior en US\$340.2 millones al saldo registrado al 31 diciembre de 2005. Dicho aumento es el resultado de desembolsos por US\$432.5 millones, amortizaciones por US\$106.8 millones y un aumento por US\$14.5 millones derivado de la depreciación del dólar estadounidense con respecto a otras monedas que integran las unidades de cuenta en que están denominados algunos préstamos. Por lo tanto, la transferencia neta de los recursos, entendida como el resultado de la diferencia entre los recursos desembolsados y la amortización de capital, fue positiva en US\$325.7 millones.

En cuanto a los desembolsos de préstamos al Gobierno Central a junio de 2006, los más significativos provinieron del Banco Centroamericano de Integración Económica -BCIE-¹⁵ por un monto total de US\$228.7 millones y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento -BIRF-¹⁶ por un total de US\$119.1 millones.

3. Aspectos generales sobre el Decreto Número 20-2006 del Congreso de la República “Disposiciones Legales para el Fortalecimiento de la Administración Tributaria”

El Congreso de la República por medio del Decreto Número 20-2006 del 28 de junio de 2006, emitió las “Disposiciones Legales para el

¹⁵ Dentro de los desembolsos de los préstamos del BCIE, destacó el destinado a financiar parcialmente el “Programa Multisectorial de Fortalecimiento de la Inversión” por US\$199.0 millones.

¹⁶ Dentro de los desembolsos de los préstamos del BIRF, sobresalió el destinado a financiar el “Primer Préstamo para Políticas de Desarrollo y Crecimiento de Base Amplia” por US\$99.8 millones.



Fortalecimiento de la Administración Tributaria”, considerando para el efecto que se han detectado prácticas de evasión y elusión tributarias debido a la debilidad, ambigüedad o carencia de normas precisas que permitan la generalidad, equidad y certeza del marco jurídico impositivo. En ese orden de ideas, dichas medidas tienen como propósito fortalecer las funciones de fiscalización, recaudación y control de los tributos, por lo que se prevé que tales medidas incidan en el mejoramiento de la recaudación tributaria.

El referido decreto consta de nueve capítulos, dentro de los que destacan los aspectos siguientes:

- a) Se crea un régimen de retenciones del Impuesto al Valor Agregado, según el tipo y volumen de operaciones que se realizan, para lo cual se incluyen las instituciones del sector público y las entidades operadoras de tarjetas de crédito y de débito.
- b) Se crea un Registro Fiscal de Imprentas con el objeto de llevar el control de las mismas y de las personas individuales y jurídicas denominadas como autoimpresores que se dediquen, dentro de sus actividades, a la impresión de facturas, facturas especiales, notas de débito o notas de crédito y otros documentos establecidos en las leyes tributarias.
- c) Se crea la Bancarización en Materia Tributaria, para que los pagos que realicen los contribuyentes respalden los costos y gastos deducibles o constituyan créditos fiscales y demás egresos con efectos tributarios, que sean mayores a Q50,000.00.
- d) Se incorporan reformas al Decreto Número 6-91 del Congreso de la República, Código Tributario, por medio de las cuales se amplían las atribuciones de la administración tributaria, introduciendo el uso de medios electrónicos modernos.
- e) Se reforma el Decreto Número 27-92 del Congreso de la República, Ley del Impuesto al Valor Agregado, con la finalidad de eliminar las prácticas de elusión que se están generando en la compra-venta de inmuebles y de vehículos, así como en la devolución del crédito fiscal. Asimismo, se incorpora la figura del régimen optativo de devolución del 100% de crédito fiscal que no haya sido retenido a los exportadores y que

cumplan con los requisitos específicos establecidos.

- f) Se crea el Control Aduanero en Puertos, Aeropuertos y Puestos Fronterizos. Por tal motivo, para garantizar el ejercicio del control aduanero, la Superintendencia de Administración Tributaria tendrá libre acceso a los muelles, patios, bodegas, almacenes, locales, instalaciones y recintos de empresas portuarias, zonas libres y otros lugares donde permanezcan mercancías sujetas o no al pago de derechos arancelarios a la importación e impuestos, a la espera que formalicen las operaciones o regímenes aduaneros que correspondan.
- g) Se introducen reformas al Decreto Número 58-90 del Congreso de la República, Ley Contra la Defraudación y el Contrabando Aduaneros, particularmente en lo que respecta a los casos especiales de defraudación aduanera, a sanciones y penas accesorias.
- h) Se crea el Consejo Interinstitucional para la Prevención, Combate a la Defraudación Fiscal y al Contrabando Aduanero, como un órgano de apoyo y asesoría que fortalecerá la Administración Tributaria.

Las disposiciones contenidas en el Decreto Número 20-2006 que se han venido comentando, están orientadas al fortalecimiento de la normativa vigente a efecto de que la misma coadyuve, entre otros aspectos, a la eliminación de prácticas de evasión y elusión tributaria, lo que, consiguientemente, generaría un incremento en la recaudación tributaria.

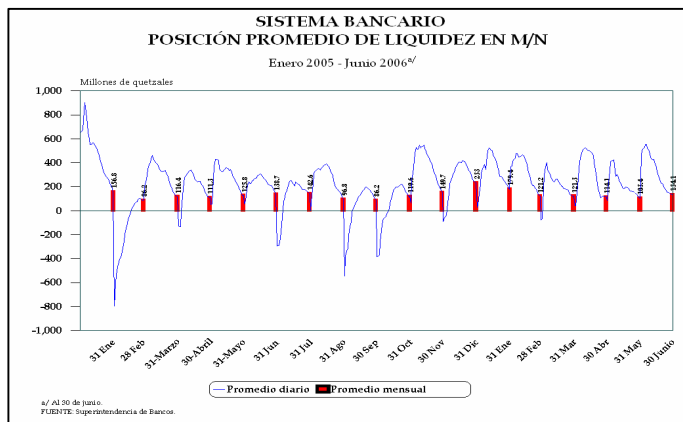
D. SECTOR FINANCIERO

1. Liquidez bancaria

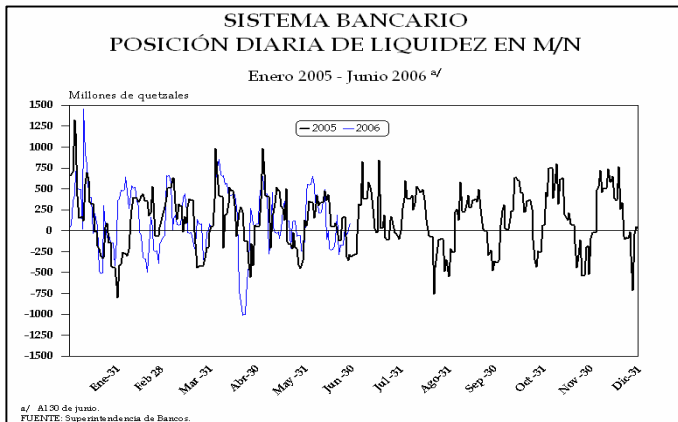
a) En moneda nacional

La liquidez bancaria, medida por los excedentes o deficiencias de encaje, refleja la disponibilidad inmediata de recursos financieros en el sistema bancario. Durante el período enero-junio de 2006, el sistema bancario mostró, en promedio, niveles positivos y moderados de liquidez. En efecto, la liquidez promedio del sistema bancario fue, en enero Q179.4 millones, en febrero Q121.2 millones, en marzo Q121.3

GRÁFICA 15



GRÁFICA 16

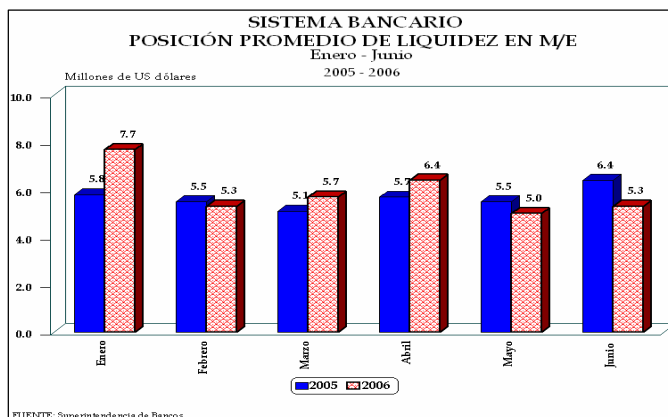


millones, en abril Q114.1 millones, en mayo Q103.4 millones y en junio Q134.1 millones.

Por su parte, la liquidez diaria que los bancos registraron durante el primer semestre de 2006, muestra una estabilidad similar respecto al mismo período del año previo. Entre enero y junio del presente año la liquidez diaria registró su punto máximo el 10 de enero, al situarse en Q1,456.6 millones y su nivel más bajo el 21 de abril, al ubicarse en -Q1,010.0 millones. Al 30 de junio, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en Q82.7 millones.

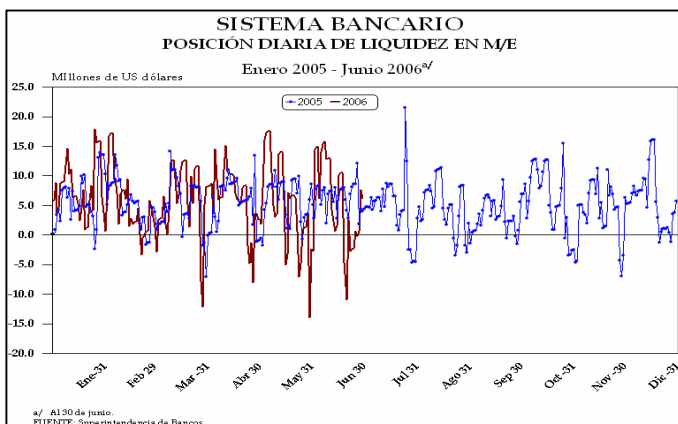
b) En moneda extranjera

GRÁFICA 17



Durante el primer semestre de 2006, la liquidez bancaria promedio en moneda extranjera, medida por la sumatoria de los excedentes y deficiencias de encaje, mostró un comportamiento estable, situándose, en enero, febrero, marzo, abril, mayo y junio en US\$7.7 millones, US\$5.3 millones, US\$5.7 millones, US\$6.4 millones, US\$5.0 millones y US\$5.3 millones, en su orden.

GRÁFICA 18



Por otra parte, durante el primer semestre de 2006, la liquidez diaria en moneda extranjera mostró un comportamiento relativamente estable, similar al observado en el mismo período del año previo, registrando su nivel máximo el 26 de enero (US\$17.9 millones) y su nivel más bajo el 30 de mayo (-US\$13.9 millones). Al 30 de junio, el saldo diario de la liquidez bancaria se situó en US\$6.2 millones.

2. Fortalecimiento del sistema financiero nacional

a) Fortalecimiento del sistema bancario

En resolución JM-12-2006 del 18 de enero de 2006, la Junta Monetaria dispuso que los almacenes generales de depósito, las empresas de seguros, las



empresas de fianzas, las casas de cambio, el Instituto de Fomento de Hipotecas Aseguradas, los bancos del sistema y las sociedades financieras, continúen observando y aplicando, para el ejercicio contable 2006, los manuales de instrucciones contables respectivos, a que se refieren las resoluciones JM-194-95 y JM-48-2002, a efecto de que los registros contables y lo que de ellos se derive se operen con base en dichos manuales. Cabe indicar que en resolución JM-41-2006 del 22 de marzo de 2006, la Junta Monetaria aprobó el Acuerdo No. 3-2006 del Superintendente de Bancos, mediante el cual se modifica el Manual de Instrucciones Contables para Bancos y Sociedades Financieras, en el sentido de incluir una cuenta y divisionarias para registrar las operaciones que se efectúen con bancos en el exterior, referentes a depósitos en moneda nacional y depósitos a plazo en moneda extranjera, con el objeto de brindar un mejor ordenamiento y mayor claridad a los registros contables y que los mismos guarden relación con la naturaleza de las operaciones que les dan origen.

En resolución JM-27-2006 del 1 de marzo de 2006, la Junta Monetaria emitió el Reglamento Sobre el Retiro del País de las Sucursales de Bancos Extranjeros, que tiene por objeto establecer los requisitos y los trámites que deben cumplirse para el retiro ordenado de las sucursales de bancos extranjeros, así como del capital pagado de dichas sucursales.

En resolución JM-32-2006 del 9 de marzo de 2006, la Junta Monetaria resolvió autorizar al Banco Industrial, S. A., la adquisición de 2,151,114 acciones del Banco de Occidente, S. A., por un monto de US\$136.8 millones. En informe No. 318-2006 del 3 de marzo de 2006, la Superintendencia de Bancos, por una parte, señala que según el reporte de análisis financiero al 31 de diciembre de 2005, los índices financieros de liquidez, solvencia y rentabilidad del Banco de Occidente, S. A., reflejan que dicha entidad presenta una situación financiera razonable y que en la citada fecha, dicho banco ocupaba el sexto lugar en la clasificación por nivel de activos netos del sistema bancario nacional y, por la otra, que la fusión por absorción permitiría al Banco Industrial, S. A., aprovechar economías de escala.

En resolución JM-62-2006 del 1 de junio de 2006, la Junta Monetaria modificó el artículo 6 del



Reglamento para la determinación del monto mínimo del patrimonio requerido para exposición a los riesgos, aplicable a Bancos y Sociedades Financieras, emitido en resolución JM-46-2004, referente a los activos y contingencias con ponderación del cincuenta por ciento (50%), adicionando el numeral 5, que se refiere a los créditos otorgados al sector privado, garantizados por fondos de garantía de fideicomisos constituidos por el Estado de Guatemala, que cuenten con opinión favorable de la Superintendencia de Bancos, cuyo patrimonio fideicometido esté constituido exclusivamente por dinero en efectivo; y sus recursos se inviertan únicamente en títulos valores emitidos o garantizados por el Estado de Guatemala o entidades supervisadas por la Superintendencia de Bancos, siempre que dichas entidades no se encuentren sometidas a un plan de regularización patrimonial en los términos que indica la Ley de Bancos y Grupos Financieros, hasta por el monto cubierto por la garantía respectiva. Asimismo, modificó el artículo 34, numeral 3, referente a otras garantías, del Reglamento para la Administración del Riesgo Crediticio, emitido en resolución JM-93-2005, adicionando las literales j) que se refiere a los mismos fondos de la modificación al reglamento anterior; y, k) que se refiere a los montos recibidos en efectivo provenientes de fondos de garantía de fideicomisos, cuyo destino final sea la liquidación de un activo crediticio.

b) Reforma complementaria

La Junta Monetaria emitió opinión favorable, por una parte, al proyecto de Ley de la Actividad Aseguradora, en resolución JM-42-2006 del 22 de marzo de 2006 y, por la otra, al proyecto de Ley de Garantías Mobiliarias, a punto tercero del acta número 19-2006, aprobada en sesión número 21-2006 del 17 de mayo de 2006, con la sugerencia que se tomen en consideración las observaciones formuladas al Título VI, Reglas de Prelación y Persecución, que fueron hechas del conocimiento de la Comisión Interinstitucional nombrada para elaborar el referido proyecto de ley. Cabe indicar que el proyecto de Ley de Sociedades de Microfinanzas aún se encuentra en proceso de discusión en dicha Junta.

En la exposición de motivos del proyecto de Ley de la Actividad Aseguradora, se señala que la estructura



básica de la legislación de la actividad aseguradora vigente en Guatemala data de los años cincuenta y sesenta del siglo pasado y se orienta a un modelo de actividad especializada, con limitada oportunidad para ampliar operaciones y escasa participación internacional directa. De esa cuenta, muchas de las nuevas prácticas de seguros no están explícitamente previstas en el ámbito de regulación prudencial y de supervisión del sistema asegurador nacional, lo que ha propiciado que la legislación financiera vigente aplicable a este sector ya no responda adecuadamente a la dinámica e intensidad con que se desarrolla el mercado financiero, caracterizado por una mayor volatilidad, competencia y riesgo.

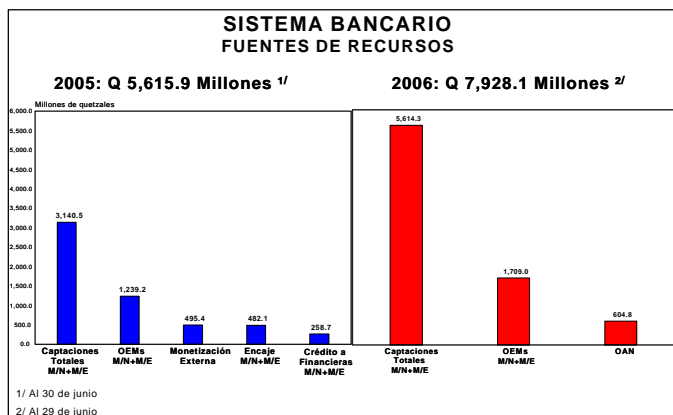
Cabe resaltar que en la elaboración del proyecto de ley se analizaron y tomaron en cuenta los Principios sobre la Supervisión de Seguros emitidos en septiembre de 1997 y actualizados en octubre de 2003 por la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus siglas en inglés)¹⁷, lo cual representa un avance significativo para el sistema asegurador guatemalteco, acorde con las tendencias mundiales que experimentan los mercados financieros. En este sentido, el proyecto está orientado a proveer un marco legal general, moderno y flexible que brinde certeza jurídica y contribuya a la eficiencia, transparencia y competitividad de los participantes y de las actividades del mercado asegurador. Para tal efecto, promueve una sólida gestión de riesgos, sustentada en la regulación de las responsabilidades, restricciones y deberes de los administradores de las entidades. Dicho marco se complementa con un enfoque preventivo y de autorregulación previsto en la implementación de una sólida normativa prudencial, esto en el contexto de un buen gobierno corporativo y sobre la base de la supervisión de riesgos en forma consolidada.

¹⁷ La IAIS fue establecida en 1992. Su membresía incluye a más de 100 supervisores de seguros de diferentes países. Su propósito es mejorar la supervisión de la actividad de seguros tanto local como internacional, con el fin de mantener mercados de seguros que sean confiables, estables y eficientes, para el beneficio y protección de los asegurados, así como unir esfuerzos para desarrollar estándares prácticos que puedan ser aplicados por sus miembros sobre bases voluntarias.

3. Fuentes y usos de fondos

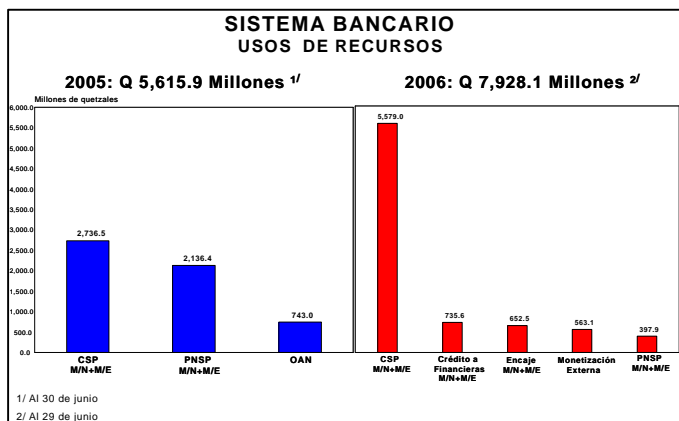
Al 29 de junio de 2006 el sistema bancario había obtenido recursos de otros sectores para realizar su función de intermediación financiera por un monto de Q7,928.1 millones, en tanto que para similar período del año anterior éstos ascendieron a Q5,615.9 millones.

GRÁFICA 19



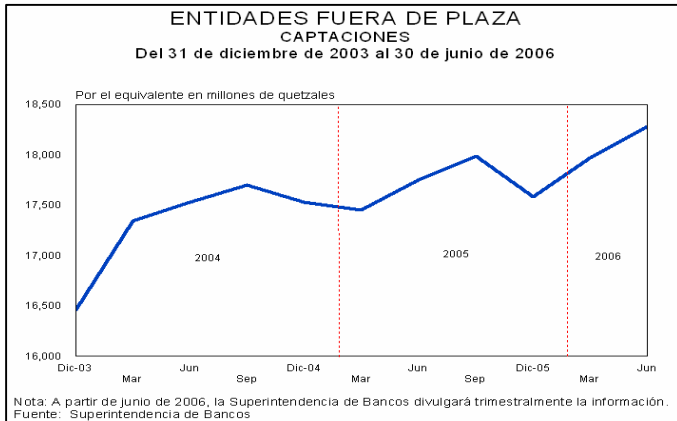
En el primer semestre de 2006 las principales fuentes de recursos del sistema bancario provinieron de las captaciones totales de depósitos del público (en moneda nacional y en moneda extranjera) por Q5,614.3 millones y por la desinversión en Certificados de Depósitos a Plazo -CDPs- del Banco de Guatemala por Q1,709.0 millones. En 2005 las principales fuentes de recursos provinieron de las captaciones totales de depósitos del público por Q3,140.5 millones, por la desinversión en Certificados de Depósitos a Plazo -CDPs- del Banco de Guatemala por Q1,239.2 millones, por la obtención de créditos en el exterior por Q495.4 millones, por la disminución de la posición de encaje bancario total por Q482.1 millones y por la amortización del crédito otorgado a instituciones financieras por Q258.7 millones.

GRÁFICA 20



En cuanto a los principales usos que el sistema bancario dio a los referidos recursos (Q7,928.1 millones), como se aprecia en la gráfica siguiente, en 2006 se destinaron Q5,579.0 millones al otorgamiento de crédito al sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera, Q735.6 millones para otorgar crédito a instituciones financieras, Q652.5 millones para aumentar su posición de encaje bancario total, Q563.1 millones para mejorar su posición externa y Q397.9 millones para aumentar su posición neta con el sector público. Por su parte, en 2005 el uso de los recursos por un monto de Q5,615.9 millones fue principalmente, para otorgar crédito al sector privado en moneda nacional y en moneda extranjera por Q2,736.5 millones y para otorgar recursos al sector público por Q2,136.4 millones.

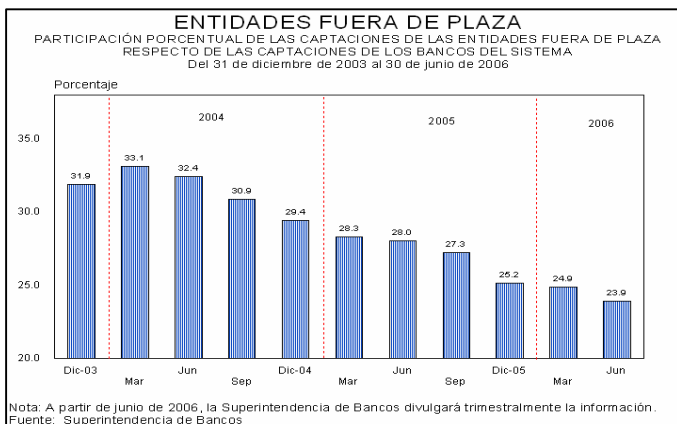
GRÁFICA 21



4. Entidades fuera de plaza (*off shore*)

Aunque la disponibilidad de información de las entidades fuera de plaza todavía es limitada, los datos disponibles a junio de 2006 permiten, de manera general, realizar un análisis de sus operaciones de forma desagregada.

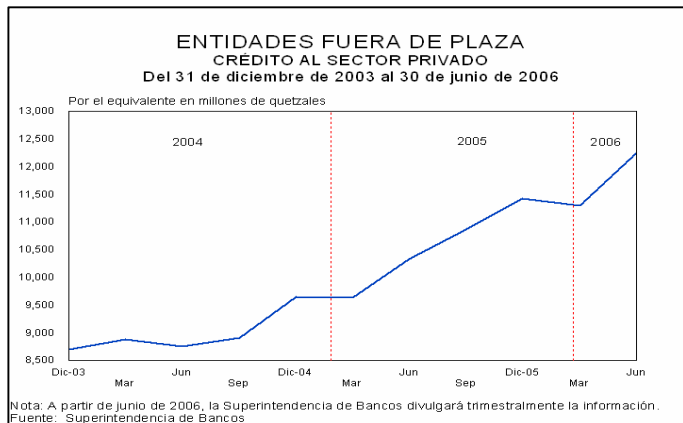
GRÁFICA 22



a) Captaciones

Las captaciones totales (incluye bonos) de las entidades fuera de plaza, al 30 de junio de 2006, registraron un saldo por el equivalente a Q18,280.6 millones, mayor en Q695.6 millones (4.0%) al registrado al 31 de diciembre de 2005. A finales de 2005^o, las captaciones totales de las entidades fuera de plaza representaban un 25.2% del total de captaciones del sistema bancario nacional, en tanto que al 30 de junio de 2006, dicha proporción disminuyó a 23.9%.

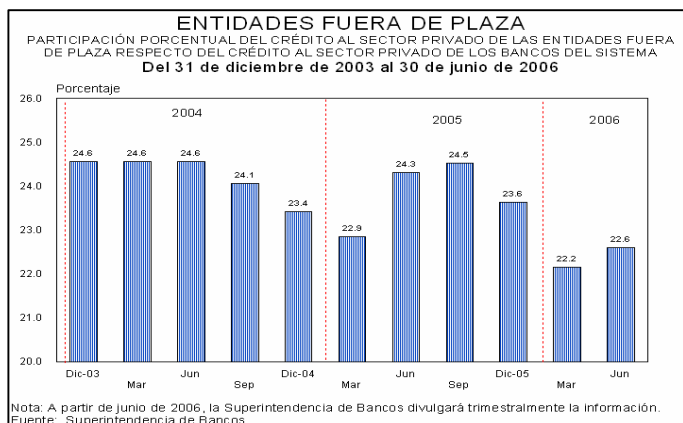
GRÁFICA 23



b) Crédito al sector privado

El crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado, al 30 de junio de 2006, muestra un saldo por el equivalente a Q12,240.7 millones, superior en Q826.3 millones (7.2%) al registrado al 31 de diciembre de 2005. A finales de 2005 el crédito otorgado por las entidades fuera de plaza al sector privado representaba un 23.6% del total otorgado por el sistema bancario nacional, en tanto que al 30 de junio de 2006, dicha proporción se situó en 22.6%.

GRÁFICA 24



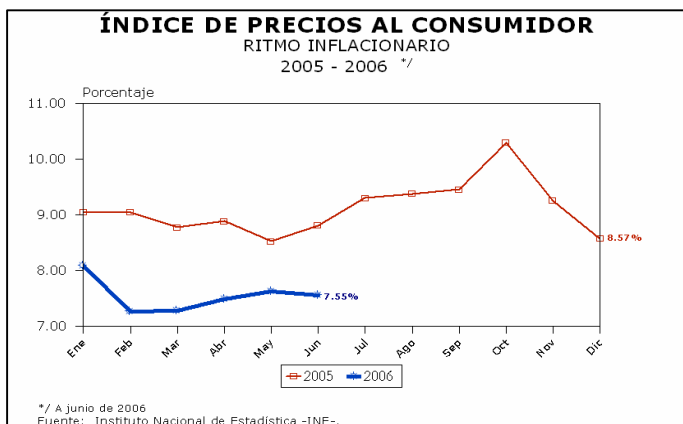
III. EVOLUCIÓN DE LAS VARIABLES DE POLÍTICA MONETARIA

A. META DE INFLACIÓN

1. Índice de Precios al Consumidor -IPC-

De conformidad con el IPC, elaborado por el Instituto Nacional de Estadística -INE-, al 30 de junio de 2006, a nivel república, se registró un ritmo inflacionario de 7.55%, porcentaje que se sitúa por encima de la meta que para fin de año se estableció en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 (6.0% +/- 1 punto porcentual). El referido porcentaje resulta inferior en 1.25 puntos porcentuales al observado en junio de 2005 (8.80%).

GRÁFICA 25



El comportamiento observado en la inflación interanual a junio de 2006 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 8.03%, que explica el 45.75%



de la variación interanual del IPC. Destacan por su participación, el incremento interanual en el índice de los grupos de gasto *Frutas frescas, secas y en conserva* (20.58%); *Pan y cereales* (9.57%); *Carnes* (7.17%); y, *Comidas preparadas fuera del hogar* (6.80%), que en conjunto explican el 75.87% de la variación interanual de dicha división de gasto. A nivel de gastos básicos, los que registraron las mayores alzas a nivel interanual son los *productos de tortillería* (15.31%); *el pan* (9.07%); la *carne bovina* (11.91%); y, el *almuerzo* (5.48%), que en conjunto representan el 22.9% del total de la inflación a junio de 2006.

La división de gasto **Transporte y comunicaciones** (ponderación 10.92%), registró a junio una variación interanual de 12.50% y explicó el 16.21% del ritmo inflacionario. Incidieron en dicho comportamiento, principalmente, los aumentos en los precios medios del *transporte aéreo* (60.26%); la *gasolina* (21.58%); el *transporte extraurbano* (19.52%); y, el *transporte urbano* (4.62%), incrementos asociados al alza en el precio internacional del petróleo.

La división de gasto **Vivienda, agua, electricidad, gas y otros combustibles** (ponderación 10.00%), registró una variación interanual de 8.32% y explicó el 9.92% del ritmo inflacionario total, destacan en esta división las alzas en el *gas propano* (38.85%), el *servicio de agua potable* (6.48%), *alquileres reales de vivienda* (5.95%) y el *servicio de electricidad* (3.04%).

Por su parte, la división de gasto **Recreación y cultura** (ponderación 6.83%), registró una variación interanual de 8.81% y explica el 7.72% del total del ritmo inflacionario, destacando el alza en los *viajes de paseo dentro del país* (33.77%) y los *viajes de paseo fuera del país* (14.83%).

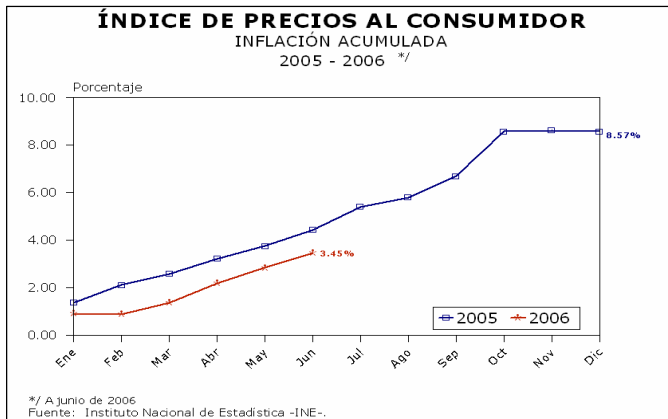
El comportamiento de las cuatro divisiones de gasto mencionadas explicó, en conjunto, el 79.60% del ritmo inflacionario observado a junio de 2006.

ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR RITMO INFLACIONARIO NIVEL REPÚBLICA (Base Diciembre 2000 = 100.0) Junio 2006						
DIVISIÓN DE GASTO	PONDERACIÓN DE GASTO	Junio 2005	Junio 2006	RITMO INFLACIONARIO /1	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO /2	PARTICIPACIÓN EN EL RITMO INFLACIONARIO COMO PORCENTAJE /3
ÍNDICE GENERAL						
	100.00	139.82	150.38	7.55	7.55	100.00
1. Alimentos bebidas no alcohólicas y comidas fuera del hogar	38.75	155.20	167.67	8.03	3.46	45.75
2. Vestuario y calzado	7.94	123.61	127.14	2.85	0.20	2.65
3. Vivienda, agua, electricidad, gas y otros	10.00	126.04	136.32	8.32	0.75	9.92
4. Mobiliario, equipo de la vivienda y mant. de rutina de la casa	7.95	130.34	137.04	5.14	0.38	5.04
5. Salud	5.48	131.96	142.34	7.86	0.41	5.39
6. Transporte y comunicaciones	10.92	125.38	141.05	12.50	1.22	16.21
7. Recreación y cultura	6.83	135.41	147.34	8.81	0.58	7.72
8. Educación	5.60	143.47	149.46	4.18	0.24	3.18
9. Bienes y servicios diversos	6.53	133.05	139.75	5.04	0.31	4.14

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

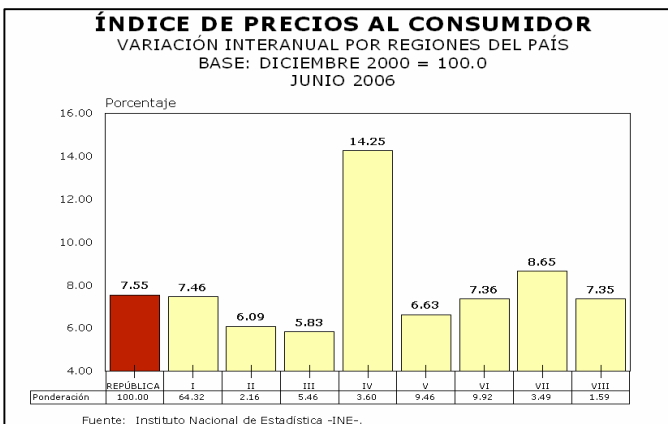
GRÁFICA 26



La inflación acumulada a junio del presente año, a nivel república, se situó en 3.45%, inferior en 0.98 puntos porcentuales a la registrada al mismo mes del año anterior (4.43%).

A nivel de regiones¹⁸, la Región IV (Suroriente) registró el ritmo inflacionario más alto, 14.25%; y, la Región VII (Noroccidente) registró una variación interanual de 8.65%. Por su parte, la Región I (Metropolitana), que tiene una ponderación de 64.32% en el IPC total, observó un ritmo inflacionario de 7.46%, inferior en 0.09 puntos porcentuales al promedio a nivel república (7.55%).

GRÁFICA 27



En la Región IV (Suroriente), con una ponderación de 3.60% dentro de la estructura de las regiones, el comportamiento observado se explica, principalmente, por el alza en el precio medio del *servicio de agua domiciliar* (370.59%). Por su parte los *productos de tortillería* registraron una variación de 142.56%; el *güisquil* (105.21%); el *transporte extraurbano* (29.60%); y, el *servicio de electricidad* (13.82%). Cabe indicar que los incrementos mencionados representan, en conjunto, más del 67% de la variación interanual en dicha región.

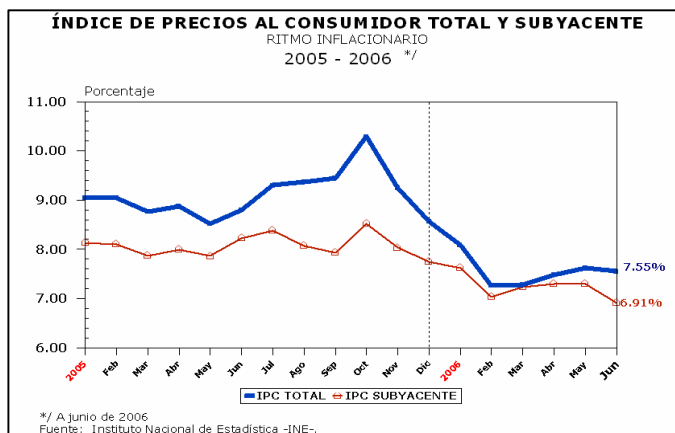
El incremento observado en la Región VII (Noroccidente), con una ponderación de 3.49% obedece, principalmente, al alza registrada en el precio

¹⁸ 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, Suchitepéquez y Sololá); Región VII, Noroccidente (Huehuetenango y Quiché); y, Región VIII, Petén.

medio del *pan* (18.26%); de la *papa* (44.39%); de la *carne bovina* (20.44%); de los *productos de tortillería* (20.44%); de *otras frutas frescas* (27.03%); del *gas propano* (40.59%); y, del *transporte extraurbano* (15.75%); divisiones que, en conjunto, representan el 42.31% de la variación en dicha región.

La variación interanual registrada, en la Región I (Metropolitana), con una ponderación de 64.32%, se explica, principalmente, por el incremento observado en los precios medios del *pan* (12.07%); del *transporte aéreo* (60.26%); de la *gasolina* (21.85%); de los *viajes de paseo dentro del país* (49.42%); de la *carne bovina* (11.34%); y, del *gas propano* (42.19%), productos que explican el 37.66% del total de la variación interanual observada.

GRÁFICA 28



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%.

En tal sentido, la inflación subyacente, a nivel república, registró a junio de 2006 una variación interanual de 6.91% (8.22% a junio de 2005), inferior en 0.64 puntos porcentuales respecto a la inflación total (7.55%).

En el comportamiento del ritmo inflacionario subyacente fue determinante la evolución de los precios del *pan*; de los *productos de tortillería*; del *transporte aéreo*; de la *carne bovina*; de los *viajes de paseo dentro del país* y del *almuerzo*, los que en conjunto explican el 38.82% de la inflación subyacente a junio de 2006.

3. Inflación importada

Desde 2004 el comportamiento del ritmo inflacionario ha estado significativamente influenciado



por la inflación importada, la cual a su vez responde, principalmente, al alza en el precio internacional del petróleo¹⁹.

Para efectos de análisis, la inflación importada se divide en directa e indirecta. La directa se refiere al efecto que el precio internacional del petróleo tiene sobre los precios de 32 bienes y servicios de la canasta básica, que en su estructura de costos hacen uso intensivo de productos derivados del crudo. El cálculo de la misma es posible realizarlo, dado que la información estadística de las cuentas nacionales, bajo el enfoque del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 - SCN93-, cuarta revisión, ya permite contar con la estructura de costos de producción de dichos bienes y servicios.

Por su parte, la inflación importada indirecta (o de segunda vuelta), se refiere al aumento de los precios de aquellos bienes y servicios que en su estructura de costos no incorporan los derivados del petróleo, pero que se ven afectados de manera indirecta por aspectos tales como el aumento en los precios del transporte, electricidad y otros.

¹⁹ Cabe indicar que según el FMI el comportamiento al alza en el precio internacional del petróleo, podría profundizar los desequilibrios mundiales existentes, lo cual, a su vez, induciría a presiones inflacionarias adicionales a nivel mundial. El Anexo 5 contiene el análisis al respecto, efectuado por el referido organismo internacional.

RECUADRO 2

METODOLOGÍA DE CÁLCULO DE LA INFLACIÓN IMPORTADA DIRECTA

Para llevar a cabo el cálculo de la inflación importada directa se utiliza la estructura de consumo intermedio del año base 2001 del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 -SCN93-, cuarta revisión, para lo cual se establecen los porcentajes que los insumos derivados del petróleo representan dentro de los costos de producción de 32 bienes y servicios.

Seguidamente, el cálculo se empieza a realizar considerando el costo de los referidos bienes y servicios que no es afectado por los derivados del petróleo, de la manera siguiente:

$$VINDP = V_o \left(\frac{INDP}{100} \right)$$

$VINDP$ = Variación del índice de cada bien o servicio, excluidos los insumos derivados del petróleo
 V_o = Variación índice (original)
 $INDP$ = % de Insumos no derivados del petróleo

Se obtiene el nuevo índice para los 32 gastos básicos.

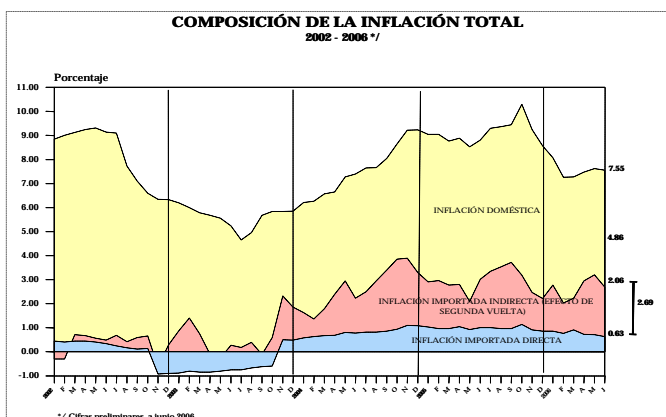
$$Ia = Ia_{-1} \left[1 + \left(\frac{VINDP}{100} \right) \right]$$

$VINDP$ = Variación del índice de cada bien o servicio, excluidos los insumos derivados del petróleo
 Ia = Índice actual ajustado
 Ia_{-1} = Índice anterior ajustado

Posteriormente, se forma un nuevo índice de precios, el cual deriva de la consolidación de los nuevos índices de los 32 bienes o servicios (que ya no incluyen el efecto de la variación de precios de los derivados del petróleo) con los índices de los 186 bienes y servicios restantes que conforman el IPC.

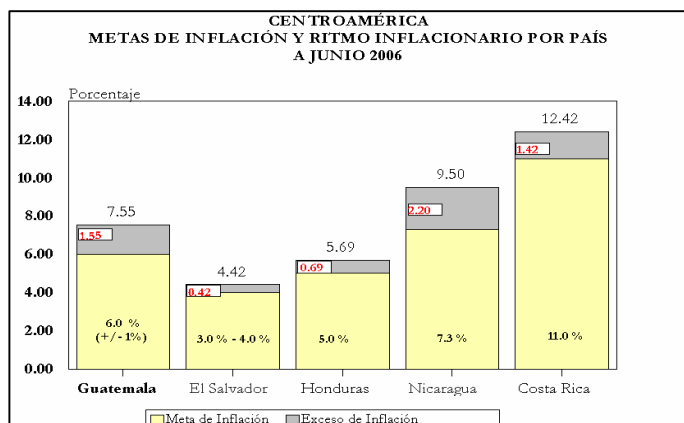
Por último, al nuevo índice obtenido se le calcula el ritmo inflacionario, el cual se resta del ritmo inflacionario del IPC total, obteniendo así la inflación importada directa.

GRÁFICA 29



A junio de 2006 la inflación importada explica 2.69 puntos porcentuales del ritmo inflacionario total (7.55%), de los cuales 0.63 puntos porcentuales corresponden a la inflación importada directa y 2.06 puntos porcentuales a la inflación importada indirecta (o efecto de segunda vuelta).

GRÁFICA 30



Por último, cabe indicar que en todos los países centroamericanos, el ritmo inflacionario se sitúa por encima de la meta de inflación para 2006, situación que se asocia al efecto proveniente de la inflación importada.

4. Pronósticos econométricos de inflación para diciembre de 2006 y de 2007

a) Método 1

La metodología empleada por el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de Guatemala para llevar a cabo el pronóstico mensual de inflación consiste en el empleo de modelos de series de tiempo univariadas, cuyos pronósticos dependen únicamente del comportamiento histórico de la variable a pronosticar²⁰.

Dicha metodología consta de tres etapas. En la primera, la información mensual de inflación se separa en un componente tendencial y en un componente cíclico por medio del filtro de *Hodrick-Prescott*²¹. En la segunda etapa, cada elemento se estima y se pronostica por separado por medio de un modelo Autoregresivo Integrado de Promedios Móviles (ARIMA, por sus siglas en inglés). Cabe indicar que el modelo utilizado para estimar y pronosticar el componente tendencial es Autoregresivo de orden cuatro AR(4); es decir, que dicho componente es función de sus cuatro rezagos inmediatos.

Por su parte, el modelo utilizado para estimar y pronosticar el componente cíclico es un modelo Autoregresivo de Promedios Móviles (ARMA, por sus siglas en inglés) de orden dos-tres; es decir, que dicho componente es función de sus dos rezagos inmediatos y de tres rezagos del término de error (e_t).

En la tercera etapa, se pronostica tanto el componente tendencial como el componente cíclico y se obtiene el pronóstico de inflación total, el cual se calcula por medio de la sumatoria de los pronósticos de ambos componentes.

²⁰ Para el efecto, se utilizó información mensual del período comprendido entre enero de 2001 y junio de 2006.

²¹ El coeficiente de suavizamiento utilizado en el filtro de *Hodrick-Prescott* es aquél que minimiza el error cuadrático medio del pronóstico de inflación total (es decir, del pronóstico que resulta de la suma de los pronósticos de los componentes de tendencia y de ciclo).



De acuerdo con los pronósticos de inflación obtenidos por este método, el ritmo de inflación interanual sería de 7.58% para diciembre de 2006, mientras que para diciembre de 2007 sería de 7.76%. Dichas proyecciones, al ubicarse por encima de la meta de inflación establecida para diciembre de 2006 y para diciembre de 2007, sugieren que la política monetaria debería restringirse para poder reducir el ritmo inflacionario.

b) Método 2

De acuerdo a la metodología utilizada por el Departamento de Estadísticas Económicas del Banco de Guatemala, la proyección del IPC se realiza en tres etapas²². En la primera etapa, ocho de las nueve divisiones que conforman el IPC se pronostican de forma univariada, utilizando el método de suavizamiento exponencial *Holt Winters* multiplicativo, el cual es apropiado para series que contienen una tendencia lineal y factores estacionales multiplicativos, como es el caso de cada componente del IPC.

En la segunda etapa, se pronostica la división restante, Transporte y Comunicaciones. Para llevar a cabo dicho pronóstico se aplican coeficientes normales de variación promedio entre 2003 y 2004, correspondientes a los precios internacionales del petróleo y, posteriormente, a dichos coeficientes se les adiciona la parte proporcional de la variación de los precios del petróleo a futuro, utilizando, para el efecto, el porcentaje del peso que tienen las gasolineras en el IPC (2.05%).

Finalmente, en la tercera etapa se integran los pronósticos de los nueve rubros que componen el IPC, por medio de la aplicación del peso que cada rubro tiene en dicho índice.

Con este método, para diciembre de 2006 se estima que el IPC alcanzaría una variación interanual de 7.41%. Dicha estimación se explicaría, fundamentalmente, por el comportamiento al alza del precio internacional del petróleo que, según estimaciones de *Global Insight*, se esperaría se sitúe, en promedio, en alrededor de US\$68.00 por barril.

²² Para el efecto, se utilizó información mensual del período comprendido entre enero de 2001 y junio de 2006.



Para diciembre de 2007, se estima que el IPC alcanzaría una variación interanual de 6.42%, como resultado de que el precio internacional del crudo, según la fuente mencionada, registraría una reducción al pasar de US\$68.00 en 2006 a US\$65.50 en 2007.

Dichas proyecciones, al ubicarse por arriba de la meta de inflación establecida para ambos años, sugieren una política monetaria restrictiva.

5. Pronósticos de mediano plazo con base en el Modelo Macroeconómico Semiestructural

En este apartado se ilustran, por medio de diagramas de abanico, los pronósticos de mediano plazo generados por el Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, en su segundo corrimiento de 2006, y se presenta el balance de riesgos implícito en dichos pronósticos.

a) Diagrama de abanico

Los pronósticos de inflación se pueden ilustrar por un “diagrama de abanico”, el cual representa la función de probabilidades (o de densidad) de los valores futuros de una variable, condicional a la información conocida en el presente. A partir de esta función de densidad se puede conocer la probabilidad condicional de que la variable asuma valores en intervalos particulares en cualquier período del horizonte de pronóstico. Dichas probabilidades se interpretan como "el riesgo" de que la variable asuma ciertos valores en un horizonte determinado. El diagrama de abanico se construye utilizando insumos provenientes del MMS, así como de información subjetiva con respecto al pronóstico. La información que proviene del MMS es la siguiente: i) valores históricos de la inflación; ii) pronóstico trimestral de la misma para 2006 y 2007; iii) desviación estándar histórica del error de pronóstico de inflación; iv) listado de variables exógenas que podrían afectar la inflación durante los próximos dos años; v) desviación estándar histórica de cada variable exógena; y, vi) efecto de cada variable exógena en la inflación. Por su parte, la información subjetiva que se requiere para la construcción del diagrama de abanico es la siguiente: i) la probabilidad de que cada variable exógena se encuentre por arriba de su pronóstico modal en un

futuro²³; y, ii) la distribución del sesgo de pronósticos a lo largo de cada año.

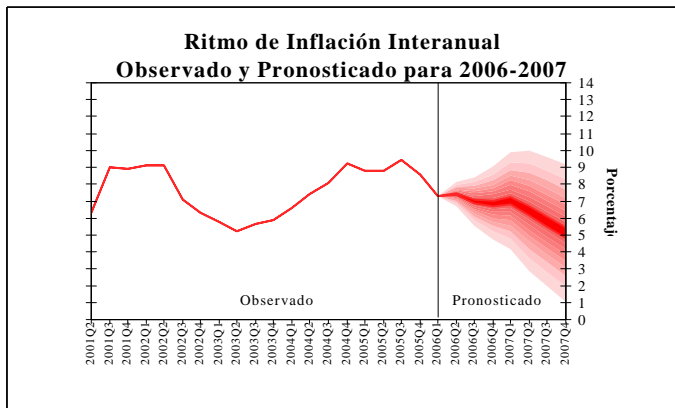
El área más oscura del diagrama de abanico indica la senda que con mayor probabilidad puede recorrer la inflación. Se interpreta como el pronóstico modal, dado que es el valor que maximiza la función de densidad en cada período del horizonte de pronóstico.

El diagrama de abanico ilustra el pronóstico de inflación para el período 2006-2007, generado por el segundo corrimiento del MMS en 2006. Es importante resaltar que la dispersión en la función de densidad del pronóstico de inflación se incrementa conforme se amplía el horizonte de pronóstico. El pronóstico modal de inflación para el cuarto trimestre de 2006 es de 6.88%; mientras que para el cuarto trimestre de 2007 es de 5.13%. Cabe puntualizar que los referidos pronósticos están condicionados a que la tasa de interés líder de la política monetaria se ubique en los referidos trimestres en 5.47% y 3.52%, respectivamente.

Como se indicó, existen ciertos elementos subjetivos necesarios para la construcción de un diagrama de abanico y que se relacionan, principalmente, con los pronósticos de las variables exógenas del modelo. En el presente ejercicio de pronóstico, se asignó una probabilidad subjetiva de 50% al evento de que el valor futuro de cada variable exógena para 2006 y 2007 sea mayor que su pronóstico puntual, lo cual implica que la distribución de densidad del pronóstico de inflación es simétrica, como lo ilustra el diagrama de abanico presentado.

Por su parte, las principales variables exógenas en el MMS son las siguientes: i) la prima por riesgo país; ii) la inflación externa; iii) la tasa de interés externa; iv) el producto interno bruto externo; y, v) los precios internacionales del diesel. Para efectos del MMS, todas las variables externas corresponden a variables de los Estados Unidos de América. En el caso del pronóstico de la variable tasa de interés externa la fuente es *The Financial Forecast Center* y el pronóstico de los precios del diesel se obtienen de *Global Insight*. La fuente de información sobre los pronósticos de las variables externas restantes es *Consensus Forecast*.

GRÁFICA 31



²³ El pronóstico modal de una variable se refiere al pronóstico con mayor probabilidad de ocurrencia.



Dichas empresas se especializan en la elaboración de pronósticos de variables económicas y financieras.

b) Balance de riesgos del modelo

El cuadro siguiente muestra el balance de riesgos para el pronóstico de inflación; esto es, la probabilidad de que la inflación futura se encuentre por arriba del pronóstico modal, así como la probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de ciertos rangos de valores. El pronóstico modal o puntual para el cuarto trimestre de 2006 es de 6.88% y la probabilidad de que la inflación se encuentre por arriba de dicho pronóstico modal es de 50%; es decir, la distribución de probabilidad del pronóstico de inflación es simétrica. Esta característica se debe a que las distribuciones de probabilidad de los pronósticos de las variables exógenas que afectan a la inflación son a su vez simétricas.

Balance de Riesgos			
	2006 Q4	2007 Q4	
Pronóstico Modal	6.88%	5.13%	
P(p > Pronóstico Modal)	50%	50%	
Probabilidad de que la inflación futura se encuentre dentro de un rango de valores			
	2006 Q4		2007 Q4
Meta	6%	Meta	5%
Margen de Holgura	± 1%	Margen de Holgura	± 1%
P(p Î [5%, 7%])	46.3%	P(p Î [4%, 6%])	31.2%
P(p ≈ 7%)	46.4%	P(p ≈ 6%)	36.1%
P(p ≈ 6%)	75.0%	P(p ≈ 5%)	52.0%
P (p < 6%)	25.0%	P (p < 5%)	48.0%
P (p < 5%)	7.3%	P (p < 4%)	32.7%

Para diciembre de 2006 la meta de inflación es de 6% (+/- 1 punto porcentual). De acuerdo con los resultados del ejercicio de pronóstico correspondiente al segundo trimestre de 2006, la probabilidad de que la inflación se encuentre dentro del margen de tolerancia



establecido por la Junta Monetaria para finales de 2006 es de 46.3%. Adicionalmente, la probabilidad de que la inflación esté por arriba de 6% es de 75%.

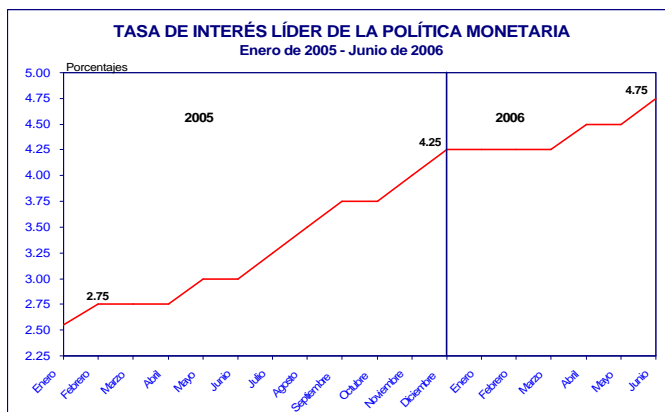
Por su parte, para diciembre de 2007 la meta de inflación es de 5% (+/- 1 punto porcentual). La probabilidad de que la inflación se encuentre dentro del margen de tolerancia establecido por la Junta Monetaria para finales de 2007 es de 31.2%. Adicionalmente, la probabilidad de que la inflación esté por arriba de 5% es del 52%.

B. TASAS DE INTERÉS

1. De operaciones de estabilización monetaria -OEMs-

a) En moneda nacional

GRÁFICA 32



Durante el período comprendido de enero a junio de 2006, en las OEMs de corto plazo que se realizan en la Mesa Electrónica Bancaria de Dinero -MEBD- y en las bolsas de valores, la tasa de interés de Certificados de Depósito a Plazo -CDPs- a 7 días²⁴ registró dos alzas nominales de 25 puntos básicos, al pasar de 4.25% a 4.50% el 26 de abril del presente año y de 4.50% a 4.75% el 21 de junio de 2006, como resultado de las decisiones adoptadas por la Junta Monetaria en dichas fechas, con el propósito de coadyuvar a abatir las expectativas inflacionarias.

Por su parte, las tasas de interés de las OEMs en el mecanismo de licitación fueron determinadas por las condiciones de mercado, reflejadas en las posturas que se recibieron. El Comité de Ejecución continuó aplicando límites máximos (cupos) para cada uno de los plazos, los cuales se fijaron tomando en cuenta la información que proporciona el flujo diario de monetización estimado y con base en la regla establecida para el efecto, la que, a su vez, se basa en propiciar una estructura de plazos acorde con su comportamiento histórico reciente y en reducir gradualmente el saldo de las OEMs de muy corto plazo.

²⁴ El Comité de Ejecución, en sesión del 21 de enero de 2005, luego de conocer el resultado de los estudios técnicos correspondientes, estableció que a partir del 24 de enero de dicho año, 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.



El Comité de Ejecución, tomando en cuenta lo acordado en materia de coordinación con la política fiscal para la participación en el mercado de dinero, determinó que, a partir de enero, el Banco de Guatemala convocara a licitación cada lunes a plazos de 91 días y 364 días y cada viernes a plazos de 182 días y 728 días. Posteriormente, estableció que a partir del 20 de enero la licitación de los viernes se limitara al plazo de 182 días.

Asimismo, determinó que a partir del 27 de marzo, con el propósito de fomentar la competencia en el mecanismo de licitaciones, se redujera la frecuencia de éstas a una por semana (los lunes) y que los plazos se licitaran de forma alterna; es decir, 91 días y 364 días en una semana y 182 días y 364 días en la semana siguiente. El propósito de esta última medida se relaciona con el hecho de que el esquema monetario de metas explícitas de inflación requiere de un marco operacional basado en la realización de OEMs en condiciones de mercado que no sólo motive la eficiencia del mercado primario de títulos públicos, sino que, a la vez, promueva el desarrollo y profundización de un mercado secundario para tales títulos, a fin de que el Banco Central envíe señales claras al mercado de dinero sobre la orientación de su política, así como recibir de éste aquella información que le permita disponer de elementos adicionales para la toma de decisiones.

En ese contexto, se estima que las medidas adoptadas durante el primer semestre de 2006, relativas a la reducción de la frecuencia de licitaciones, contribuirán, juntamente con las mejoras a los procedimientos operativos relacionados con la expedición de certificados de depósitos a plazo por fecha de vencimiento y la transferencia de titularidad de los depósitos a plazo en custodia en el Banco Central, a estimular el mercado de los depósitos a plazo del Banco de Guatemala.

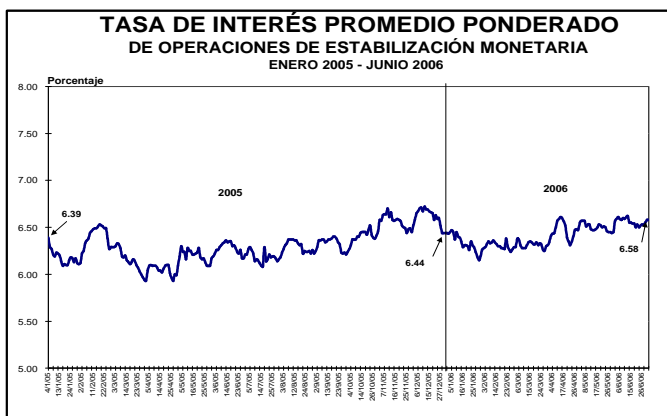
En la tabla siguiente puede observarse que las tasas de interés promedio ponderado han mostrado estabilidad para los plazos convocados.

**TASAS DE INTERÉS PROMEDIO PONDERADO
DE OPERACIONES DE ESTABILIZACIÓN MONETARIA
EN LICITACIÓN
DE ENERO A JUNIO 2006
-En Porcentajes-**

PLAZO EN DÍAS	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO
91	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
182	5.50	5.50	5.50	5.47	5.50	-
364	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.21
728 ^{a/}	7.00	-	-	-	-	-

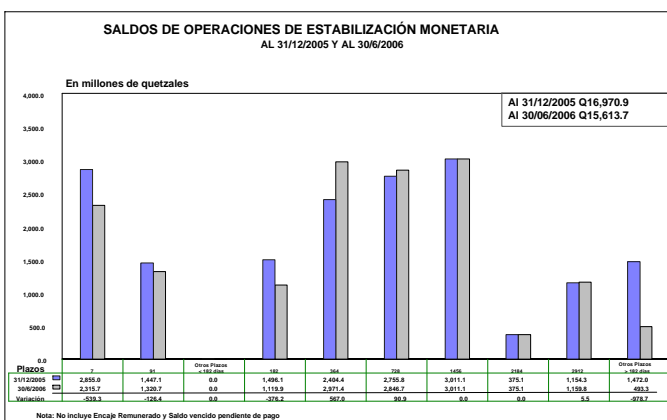
^{a/} Para este plazo se dejó de convocar a licitación a partir del 16 de enero de 2006

GRÁFICA 33



La tasa de interés promedio ponderado del saldo de las OEMs durante el período del 31 de diciembre de 2005 al 30 de junio de 2006 mostró un comportamiento ligeramente al alza, al pasar de 6.44% a 6.58%, como consecuencia del incremento tanto de la tasa de interés líder de política monetaria como de la disminución del saldo de las OEMs a los plazos de 91 y 182 días y al aumento del saldo de las de 364 días. En las gráficas 33 y 34 se muestra, por una parte, el comportamiento de la tasa de interés de enero promedio ponderado de 2005 a junio de 2006 y, por la otra, se comparan los saldos de las OEMs entre el 31 de diciembre de 2005 y el 30 de junio de 2006.

GRÁFICA 34

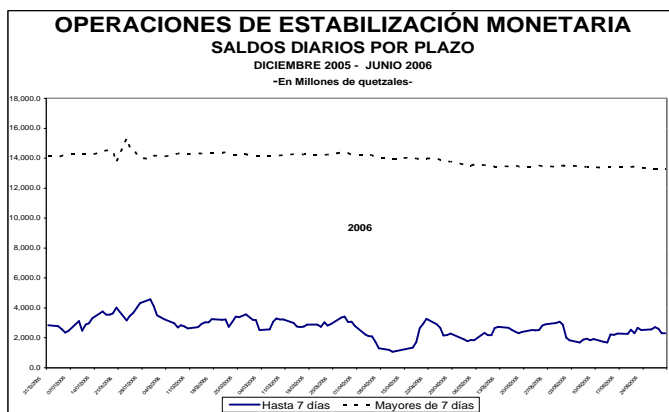


Al analizar las OEMs por plazo de captación, éstas pueden dividirse en operaciones a 7 días (asociadas a la tasa de interés líder de política monetaria) y a plazos mayores. Como puede observarse en la gráfica siguiente, durante el período analizado dichas operaciones se han concentrado principalmente a plazos mayores a 7 días, alcanzando un máximo de Q15,334.0 millones el 23 de enero de 2006 y un mínimo de Q13,290.9 millones el 27 de junio de 2006.

Por su parte, las operaciones a 7 días registraron un máximo de Q4,578.2 millones el 30 de enero de 2006 y un mínimo de Q1,064.1 millones el 11 de abril de 2006. El saldo total de las OEMs registrado al 30 de junio de 2006 ascendió a Q15,613.7 millones, del cual Q2,315.6 millones (14.8%) corresponde al plazo de 7 días.

Por otra parte, en cuanto a las operaciones de inyección de liquidez, el Comité de Ejecución acordó mantener posturas de oferta de liquidez a 7 días plazo, a una tasa de interés de 7.65%. Cabe mencionar que

GRÁFICA 35



durante el primer semestre de 2006 se redujo la brecha entre la tasa de interés líder activa (de inyección) y la pasiva (de captación), de 3.40 puntos porcentuales a 2.90 puntos porcentuales, derivado de los dos incrementos de 25 puntos básicos a la tasa de interés líder de política monetaria aprobados por Junta Monetaria el 26 de abril y el 21 de junio de 2006.

b) En moneda extranjera

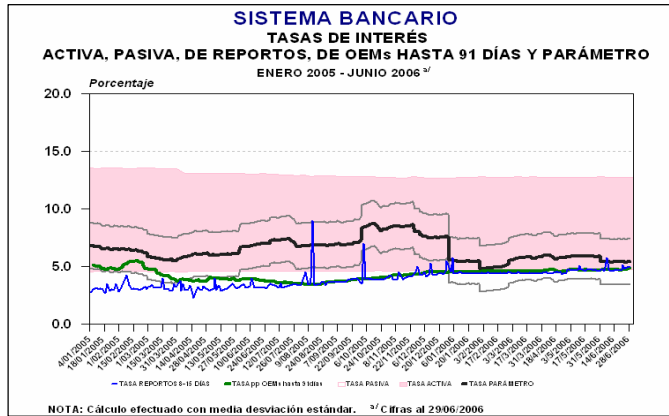
El Comité de Ejecución, tomando en consideración los vencimientos de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América negociados con residentes, decidió que el Banco de Guatemala convocara a licitación de depósitos a plazo expresados en dólares de los Estados Unidos de América una vez por semana. En ese sentido, el 18 y el 25 de enero, el 1 de febrero, el 5 de abril, el 10 de mayo, el 7, el 14 y el 28 de junio, convocó a licitación de depósitos a plazo a 91 días y a 364 días; mientras que el 21 y el 23 de junio convocó a los plazos de 91 días, de 182 días y de 364 días. Cabe señalar que de las demandas presentadas (US\$18.0 millones), no se adjudicó ningún monto en las referidas licitaciones.

2. Tasa de interés parámetro

La tasa parámetro es un indicador basado en la “Regla de Taylor”²⁵, 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 privar en el mercado para ser compatibles con la meta de inflación. La Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 establece que la tasa parámetro se comparará tanto con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de reporto de entre 8 y 15

²⁵ 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”.

GRÁFICA 36



días, como con la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días plazo.

Al 29 de junio de 2006, la tasa parámetro se ubicó en 5.41% y sus límites superior e inferior, calculados con media desviación estándar²⁶, se situaron en 7.39% y 3.44%, respectivamente. Cabe indicar que durante el primer semestre, la tasa de reportos para el plazo de entre 8 y 15 días se ha mantenido dentro de los márgenes de tolerancia de la tasa parámetro, ubicándose al 29 de junio en 4.93%. Por su parte, a la misma fecha, la tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días plazo se situó en 4.84%, ubicándose dentro de los límites citados, lo que indica que la política monetaria a lo largo del primer semestre de 2006 fue neutral.

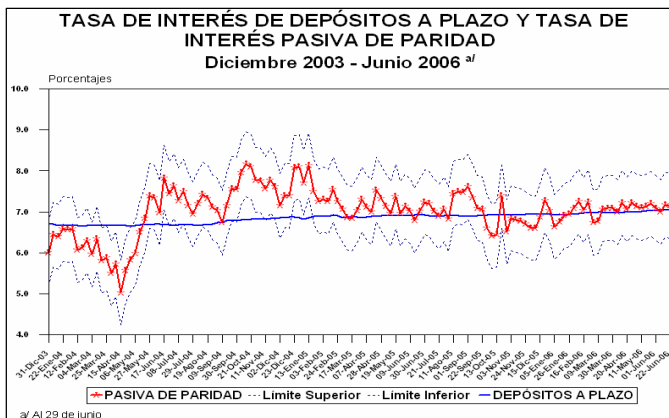
3. Competitividad externa de la tasa de interés pasiva interna

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

Para efectos de medición, en el presente análisis se utiliza la tasa de interés interna para los depósitos a seis meses plazo en 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 por 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

²⁶ En el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006 se indicó que el comportamiento de las tasas de interés con las cuales se compara la tasa parámetro para obtener la referida orientación (tasa de interés promedio ponderado de reportos de 8 a 15 días y tasa de interés promedio ponderado de las operaciones de estabilización monetaria hasta 91 días-plazo), ha sido muy estable durante un período prolongado. Al respecto, el margen de tolerancia que se utilizaba para la tasa parámetro era de +/- una desviación estándar de la tasa de interés de reportos de entre 8 y 15 días (equivalente a 3.95 puntos porcentuales) calculada para un período que abarcaba entre febrero de 2000 y diciembre de 2005; sin embargo, dada la estabilidad en la tasa de interés citada, al calcular desviaciones estándar para períodos de tiempo más cortos, los cuales se consideran más representativos de la actual coyuntura en el mercado de dinero, dichas desviaciones tienden a ser menores. En ese sentido, la Junta Monetaria al conocer el referido informe, acordó reducir el margen de tolerancia de la tasa parámetro a media desviación estándar.

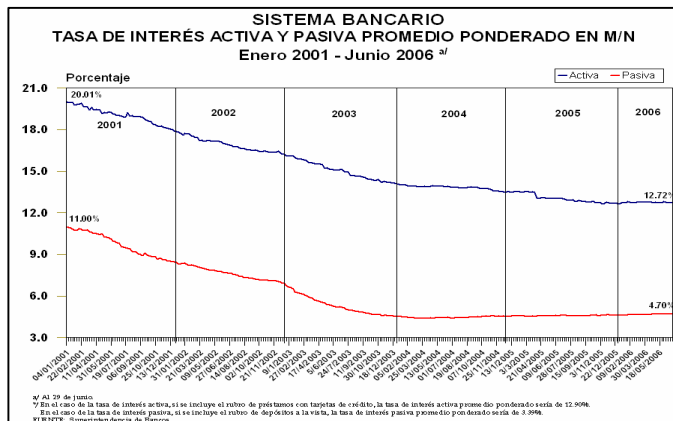
GRÁFICA 37



futuros de Guatemala. A la vez, para medir aproximadamente la prima por riesgo país, se calcula la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001, 2003 y 2004) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

Durante el primer semestre de 2006, se observó que la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo (tasa pasiva interna), con excepción de las primeras tres semanas de enero y la primera quincena de marzo, fue inferior a la tasa pasiva de paridad. Al 29 de junio de 2006, la tasa de interés promedio ponderado de depósitos a plazo alcanzó 7.03%, en tanto que la tasa pasiva de paridad fue de 7.56%. Sin tomar en cuenta los costos de transacción, tal situación indicaría a los agentes económicos que durante el primer semestre de 2006 habría resultado más favorable ahorrar externamente.

GRÁFICA 38



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 de interés pasiva de paridad²⁷, la misma se ubicó en el primer semestre de 2006 dentro de dicho margen, por lo que la orientación de la misma indicaba que la política monetaria se mantuviera invariable.

4. Tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado del sistema bancario²⁸

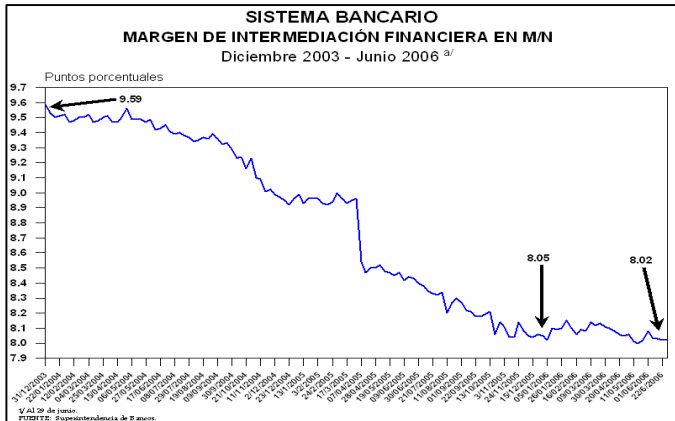
a) En moneda nacional

De enero a junio de 2006, las tasas de interés promedio ponderado continuaron con un comportamiento estable y con leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa, promedio

²⁷ La Junta Monetaria en resolución JM-185-2005 del 27 de diciembre de 2005, por medio de la cual, entre otros aspectos, determinó la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, 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 2004 y el 31 de diciembre de 2005, se estableció que una desviación estándar equivale a 0.79 puntos porcentuales.

²⁸ Corresponde a la metodología utilizada por el Banco de Guatemala, la cual difiere respecto de la utilizada por la Superintendencia de Bancos en que aquella no incluye el dato correspondiente al rubro de préstamos con tarjetas de crédito, mientras que la Superintendencia de Bancos no incorpora el dato correspondiente a los préstamos con tasa de interés cero. En el cálculo de la tasa de interés pasiva promedio ponderado, el Banco de Guatemala no incluye el dato correspondiente a los depósitos a la vista.

GRÁFICA 39

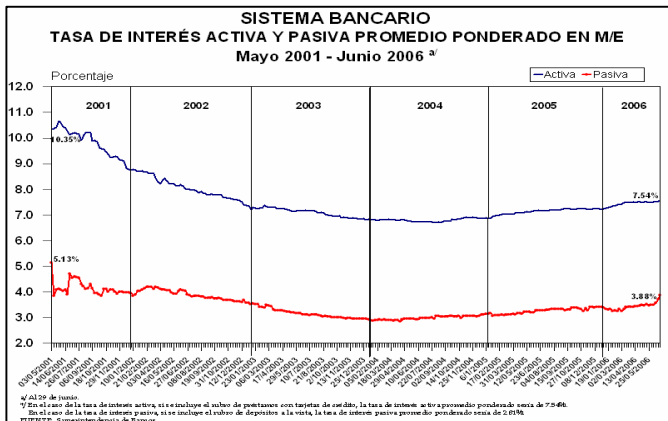


ponderado, al 29 de junio se situó en 12.72%²⁹, superior en 0.05 puntos porcentuales a la observada a finales de diciembre de 2005 (12.67%); mientras que la tasa pasiva promedio ponderado se ubicó en 4.70%³⁰, superior en 0.08 puntos porcentuales respecto de la registrada al 31 de diciembre de 2005 (4.62%).

Como consecuencia de la tendencia que registraron las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, al 29 de junio de 2006, el margen de intermediación financiera se situó en 8.02 puntos porcentuales, inferior en 0.03 puntos porcentuales al observado a finales de diciembre de 2005 (8.05%).

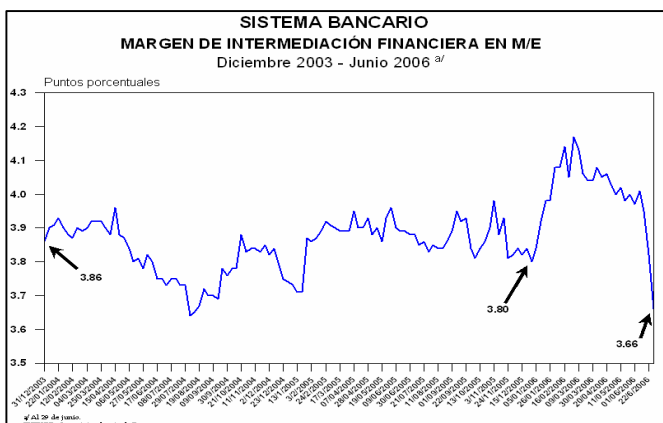
b) En moneda extranjera

GRÁFICA 40



Las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado, durante el período enero-junio de 2006, han mostrado un comportamiento con una leve tendencia hacia el alza. En efecto, la tasa de interés activa, promedio ponderado, al 29 de junio se situó en 7.54%, superior en 0.33 puntos porcentuales a la observada al 31 de diciembre de 2005 (7.21%), mientras que la tasa de interés pasiva, promedio ponderado, mostró una mayor variación al situarse en 3.88% (3.41% a diciembre de 2005). Cabe indicar que el incremento en la tasa de interés pasiva promedio ponderado se asocia a que, en las últimas semanas de junio de 2006, se observó un aumento de las colocaciones de las obligaciones financieras en circulación en moneda extranjera a tasas de interés superiores a las de semanas previas.

GRÁFICA 41



Como resultado del comportamiento de las tasas de interés activa y pasiva promedio ponderado el margen de intermediación financiera se redujo en 0.14 puntos porcentuales, al pasar de 3.80 puntos porcentuales en diciembre de 2005 a 3.66 puntos porcentuales al 29 de junio de 2006.

²⁹ Al incluir el rubro de préstamos con tarjeta de crédito, la tasa de interés activa promedio ponderado sería de 12.90%.

³⁰ Al incluir el rubro de depósitos a la vista, la tasa de interés pasiva promedio ponderado sería de 3.39%.

C. LIQUIDEZ PRIMARIA

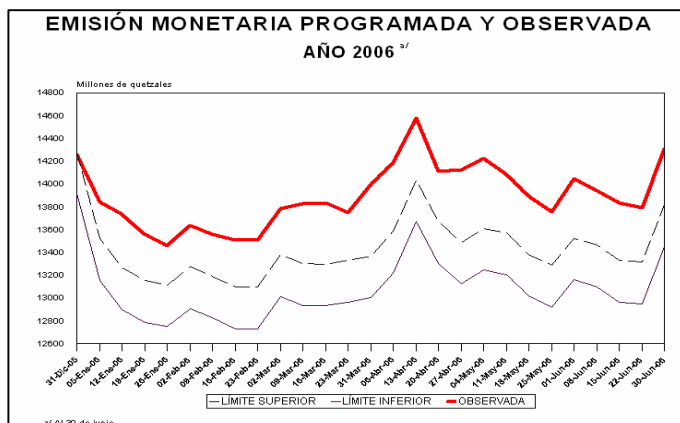
La Junta Monetaria, luego de conocer el Informe de Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia a Marzo de 2006, el cual contenía la propuesta de los departamentos técnicos del Banco de Guatemala relativa a modificar el cálculo y la interpretación de algunas variables indicativas, en resolución JM-64-2006 acordó, entre otros aspectos, complementar el seguimiento de la liquidez primaria, que se realiza mediante la emisión monetaria, con un indicador que incorpore el comportamiento del encaje bancario y las operaciones de estabilización monetaria que tienen incidencia en la liquidez bancaria, como lo es la base monetaria amplia. En tal contexto, a continuación se presenta el comportamiento de cada uno de los componentes de la liquidez primaria durante el primer semestre de 2006.

1. Emisión monetaria

Conforme al programa monetario para 2006, se estima que la demanda de emisión monetaria crezca, en términos interanuales, en alrededor de 9.9%, aumento que resulta compatible con una tasa de crecimiento esperado de la actividad económica de 4.4% y con la meta de inflación (6% +/- 1 punto porcentual).

Una de las características de la demanda de emisión monetaria es que su estacionalidad y tendencia permiten predecirla razonablemente, lo cual facilita programar su comportamiento conforme a un corredor que pueda englobar los cambios que podrían registrarse en la misma.

GRÁFICA 42



Durante el primer semestre, la trayectoria de la emisión monetaria se mantuvo por encima del límite superior del corredor programado, registrando al 30 de junio un desvío de Q492.9 millones. Dicho excedente de emisión se explica, por el lado de la oferta, principalmente porque en el período en mención el saldo de las OEMs fue menor en aproximadamente Q2,869.0 millones con respecto de lo previsto en el programa monetario vigente.



El comportamiento de la emisión monetaria puede analizarse en el contexto del programa monetario del cual forma parte y cuyos componentes principales se presentan en el cuadro siguiente.

BANCO DE GUATEMALA
PROGRAMA MONETARIO 2006
FLUJOS DEL 31 DE DICIEMBRE DE 2005 AL 30 DE JUNIO DE 2006
- Millones de quetzales -

CONCEPTO	ACUMULADO		
	PROGRAMADO	OBSERVADO	DESVIACION
I. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	2063	2240	177
US\$	258	280	22
II. ACTIVOS INTERNOS NETOS	-2528	-2705	-177
1. Posición con el Sec. Púb. Consolidada	-1510	-3318	-1808
1.1. Gobierno Central	-1183	-2732	-1549
1.2. Resto sector público	-327	-586	-259
2. Posición con bancos y financieras.	366	-649	-1015
2.1. Crédito a bancos y financ.	0	-1	-1
2.2. Encaje remunerado y no remunerado	366	-648	-1014
3. Otros activos netos	-57	199	256
3.1. Gastos y productos	174	271	97
3.2. Activos netos no clasificados	-231	-72	159
4. Operaciones de estabilización monetaria	0	1738	1738
5. EXCEDENTE (-) Ó FALTANTE (+) DE LIQUIDEZ	-1327	-676	651
III. DEMANDA DE EMISIÓN MONETARIA	-465	-465	0
Nota: OEMs totales	-1654	1215	2869

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

a) Monetización externa

El programa monetario preveía para el primer semestre de 2006 un aumento en el nivel de Reservas Internacionales Netas -RIN- por Q2,063.0 millones (US\$258.0 millones); sin embargo, al 30 de junio las RIN exhibieron un aumento de Q2,240.0 millones (US\$280.0 millones), monto superior en Q177.0 millones (US\$22.0 millones) a lo programado. Dicho resultado se asocia, fundamentalmente, a los ingresos provenientes de las compras efectuadas por el Banco de Guatemala en el mercado cambiario por US\$106.5 millones para moderar la volatilidad en el tipo de cambio nominal, así como a egresos por vencimientos de Bonos del Tesoro expresados en dólares de los Estados Unidos de América que, de conformidad con el



programa monetario serían recolocados, situación que no ocurrió.

b) Activos internos netos

i) Posición con el sector público

De enero a junio del presente año el Gobierno Central aumentó sus depósitos en el Banco de Guatemala en Q2,732.0 millones, monto superior en Q1,549.0 millones respecto de lo previsto en el programa monetario, lo que se explica, principalmente, por el menor uso de depósitos del Gobierno Central en el semestre, asociado a una menor ejecución del gasto público respecto de lo programado.

Por su parte, la posición del resto del sector público fue desmonetizante en Q586.0 millones, superior en Q259.0 millones a lo programado para el primer semestre. Este resultado se deriva del aumento registrado tanto en sus inversiones en CDPs por Q196.3 millones como en sus depósitos en el Banco de Guatemala por Q62.4 millones.

ii) Posición con bancos y financieras

Según el programa monetario, durante el primer semestre los bancos del sistema registrarían un flujo monetizante de Q366.0 millones, derivado de la disminución prevista del monto del encaje bancario en el Banco de Guatemala. Cabe indicar que el comportamiento observado del referido encaje bancario durante el semestre fue desmonetizante en Q649.0 millones, lo que significó que la posición se ubicara en Q1,015.0 millones por arriba de lo programado. Dicha desviación se asocia, por una parte, al aumento de los depósitos del sistema bancario en el Banco de Guatemala (vinculado a un mayor dinamismo de las captaciones bancarias en el primer semestre) y, por la otra, al excedente de encaje observado en el período analizado.

iii) Gastos y productos

El resultado neto de gastos y productos del Banco de Guatemala al 30 de junio fue monetizante en Q271.0 millones, monto superior en Q97.0 millones a lo programado. Dicho desvío obedece, principalmente, a que se percibieron menores ingresos respecto de lo



programado por concepto de rendimiento de la inversión de las RIN.

iv) Operaciones de estabilización monetaria

El programa monetario tenía previsto que en el primer semestre de 2006 se tendrían que realizar OEMs por Q1,654.0 millones para neutralizar los excedentes de liquidez primaria en la economía. Al 30 de junio, el saldo de las OEMs registró una disminución de Q1,215.0 millones respecto del nivel observado al 31 de diciembre de 2005, lo que generó una desviación de dicha variable por Q2,869.0 millones.

Dicha desviación se explica por la menor realización de OEMs en moneda nacional con el sector privado y bancos del sistema por Q3,065.0 millones, la que fue moderada por las mayores inversiones en CDPs de las entidades públicas por Q196.0 millones.

2. Base monetaria amplia

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

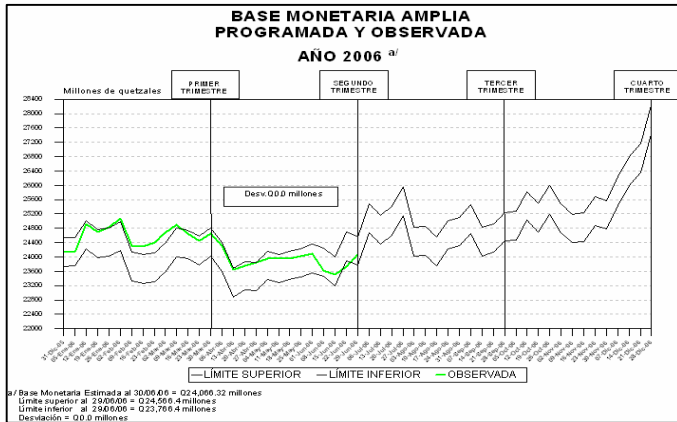
En ese sentido, la base monetaria amplia se calcula mediante la sumatoria del numerario en circulación, el encaje bancario y el saldo de las operaciones de estabilización monetaria de corto plazo con el sector bancario (con vencimiento en un plazo de hasta 91 días).

Al igual que en el caso de la emisión monetaria, el seguimiento de la base monetaria, dado que la meta de inflación tiene un margen de tolerancia, puede establecerse a través de un corredor que sea consistente con dicho rango y que englobe posibles fluctuaciones transitorias de liquidez. El margen de tolerancia se estableció en una desviación estándar.

En el contexto descrito, se estima que al finalizar el año, la base monetaria amplia crezca en alrededor del

15.0% respecto al nivel observado al 31 de diciembre de 2005, lo que representa un aumento de Q3,696.2 millones.

GRÁFICA 43



Durante los primeros cinco meses del año, la trayectoria de la base monetaria amplia mostró, con excepción del período comprendido entre el 26 de enero y el 9 de marzo, un comportamiento que se ubicó dentro del corredor programado y cercano al límite superior de dicho corredor. Cabe indicar que durante el período que la base monetaria se ubicó por encima del límite superior, mostró un desvío promedio de Q172.3 millones, derivado principalmente del aumento observado en la tenencia de CDPs de corto plazo por parte de los bancos del sistema. A partir de la segunda semana de junio se observó que los niveles de la base monetaria principiaron a acercarse al límite inferior del corredor programado, registrando el 22 de junio una desviación respecto del mismo por Q166.1 millones, para posteriormente retornar al corredor programado y finalizar el semestre dentro del referido corredor. El anterior comportamiento se explica, principalmente, por el comportamiento observado en los niveles de encaje de las instituciones bancarias.

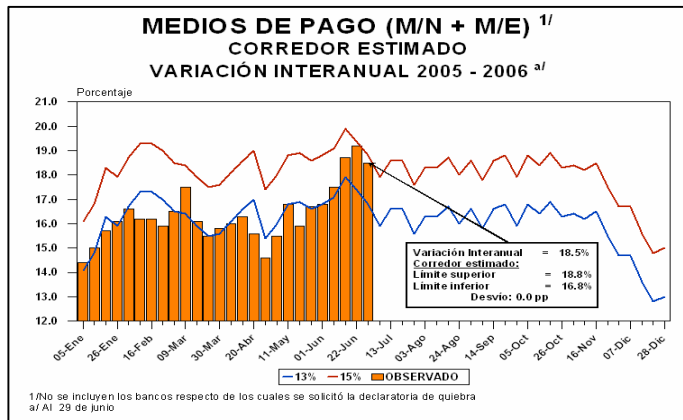
La orientación en términos de política monetaria que brinda la liquidez primaria, se obtiene a través de la ponderación del desvío tanto de la emisión monetaria como de la base monetaria amplia, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas variables³¹. En ese sentido, al 30 de junio de 2006, la emisión monetaria, como se indicó, se ubicó Q492.9 millones por arriba del límite superior del corredor programado, en tanto que la base monetaria no presentó desvío alguno. En términos ponderados el desvío sería de Q246.5 millones, lo que aconsejaría una política monetaria restrictiva.

D. MEDIOS DE PAGO

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 se estimó que, en congruencia con el crecimiento de la actividad económica, con la

³¹ Un valor por encima del límite superior del corredor programado para cada una de dichas variables sugiere una política monetaria restrictiva, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del corredor indica una política monetaria invariable.

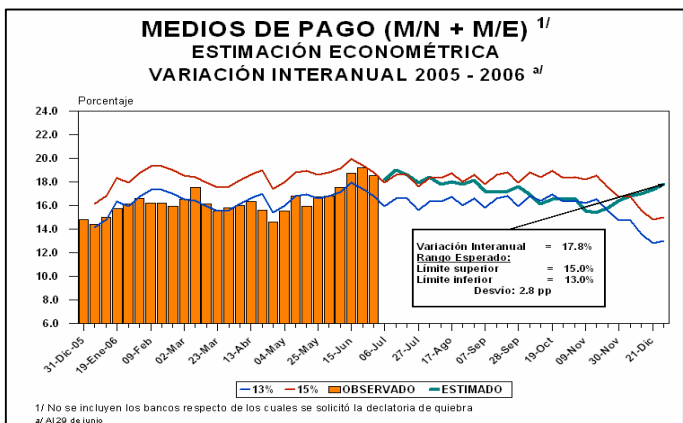
GRÁFICA 44



meta de inflación y con la velocidad de circulación del dinero, los medios de pago -M2- crecerían entre 13% y 15%, en términos interanuales. Al 29 de junio de 2006, la variación interanual de los medios de pago fue de 18.5%, la cual se ubica dentro del corredor estimado para esa fecha (16.8% - 18.8%).

Además de considerar el corredor proyectado, en la interpretación de esta variable se toma en cuenta una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual para diciembre de 2006³², cuyo cálculo incorpora tanto el comportamiento estacional de los medios de pago para el período 1998-2005, como la información que se observa periódicamente.

GRÁFICA 45



Al 29 de junio, la estimación econométrica de los medios de pago para finales de 2006 fue de 17.8%, la cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado para diciembre de 2006 (13.0% - 15.0%).

La orientación en términos de política monetaria que brindan los medios de pago, se obtiene de promediar³³ el desvío tanto del corredor estimado y el de la estimación econométrica. Al 29 de junio de 2006, la orientación ponderada presentó un valor positivo de 1.40 puntos porcentuales, lo que estaría sugiriendo una política monetaria restrictiva³⁴.

E. CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO

1. Tasa de crecimiento

En la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 se estimó que el crédito bancario al sector privado alcanzaría una tasa de crecimiento interanual de entre 16.0% y 18.0%, consistente con el crecimiento de

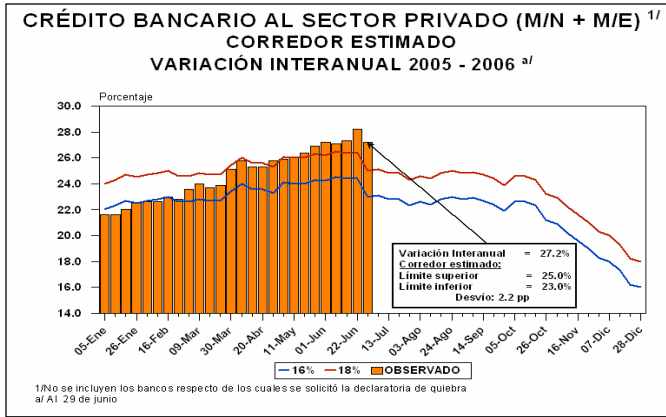
³² Derivado de la presentación del Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006 a la Junta Monetaria, dicho cuerpo dispuso que, en adición al seguimiento del corredor estimado para de los medios de pago, éste se complementara con una estimación que incorpore la dinámica de la referida variable en el transcurso del año, consistente en una estimación econométrica que incluya el comportamiento estacional para varios años y que sea ajustada periódicamente con información nueva de cada semana.

³³ En el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006, se propuso que para el seguimiento de los medios de pago se tome en consideración una ponderación que incluya el 50% del desvío con base en el corredor estimado; es decir, la diferencia entre la variación relativa interanual observada en la fecha en análisis, respecto del valor estimado por el referido corredor a la misma fecha. De igual manera, se consideraría un 50% del desvío de la estimación econométrica, la cual se calcularía como la diferencia entre la variación interanual de los medios de pago para 2006, estimada econométricamente y el rango previsto en la política monetaria para diciembre de 2006 (13%-15%).

³⁴ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.

los medios de pago, con la meta de inflación y con el crecimiento económico esperado.

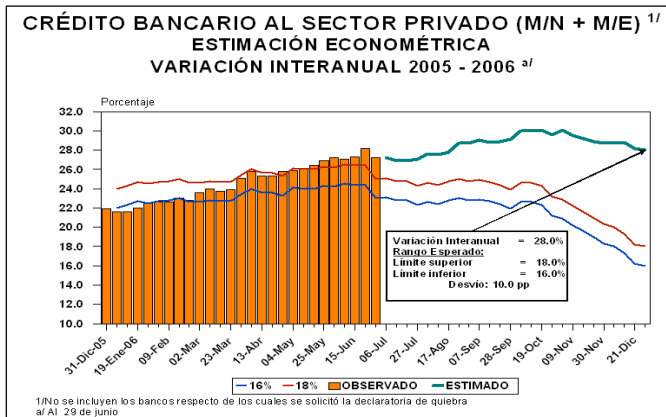
GRÁFICA 46



Al 29 de junio de 2006, la variación interanual del crédito bancario al sector privado se situó en 27.2%³⁵, 2.2 puntos porcentuales por arriba del límite superior del corredor estimado para esa fecha (23.0% - 25.0%).

Al igual que en el caso de los medios de pago, la interpretación de esta variable también incorpora una estimación econométrica de la tasa de crecimiento interanual del crédito bancario al sector privado para diciembre de 2006³⁶, cuyo cálculo incluye tanto el comportamiento estacional del crédito bancario al sector privado en el período 1998-2005, como la información que se observa periódicamente.

GRÁFICA 47



Al 29 de junio, la estimación econométrica del crédito bancario al sector privado para finales de 2006 fue de 28.0%, la cual se ubica por arriba del límite superior del rango estimado para diciembre de 2006 (16.0% - 18.0%).

En forma análoga a los medios de pago, la orientación en términos de política monetaria que brinda el crédito bancario al sector privado, se obtiene a través de la ponderación del desvío tanto del corredor estimado como de la estimación econométrica, considerando para el efecto el 50% del desvío de cada una de dichas estimaciones. En ese sentido, al 29 de junio de 2006, la orientación ponderada presentó un valor positivo de 6.10 puntos porcentuales, lo que estaría sugiriendo una política monetaria restrictiva³⁷.

³⁵ Cabe indicar que si se considera el crédito otorgado al sector privado por los bancos del sistema, las sociedades financieras, las entidades *off shore* y el crédito otorgado por el sistema bancario guatemalteco en Centroamérica, la variación interanual sería de 23.8%, superior a la registrada en igual período de 2005 (18.0%).

³⁶ Derivado de la presentación a la Junta Monetaria del Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006, dicho cuerpo colegiado dispuso que, en adición al seguimiento del corredor estimado para el crédito bancario al sector privado, éste se complementara con una estimación que incorpore la dinámica de la referida variable en el transcurso del año, consistente en una estimación econométrica que incluya el comportamiento estacional para varios años y que sea ajustada periódicamente con información nueva de cada semana.

³⁷ Un desvío por encima del límite superior de cada una de las estimaciones sugiere una política monetaria restrictiva; en cambio, un desvío por debajo del límite inferior aconseja una política monetaria relajada, mientras que un valor dentro del margen de tolerancia indica una política monetaria invariable.



2. Cartera crediticia por actividad económica

La cartera crediticia del sistema bancario, según el balance general condensado consolidado al 31 de mayo de 2006 (última información disponible), se situó en Q48,510.7 millones, monto superior en Q10,376.5 millones (27.2%) al registrado en igual período del año anterior. Cabe indicar que, al evaluar la información preliminar de la cartera crediticia bancaria por actividad económica, la mayo parte (83.7%) se concentraba en las ramas siguientes: consumo, transferencias y otros (28.6%); comercio (20.8%); construcción (13.6%); industria manufacturera (11.5%); y, establecimientos financieros³⁸ (9.2%).

En lo que corresponde a la variación de la cartera crediticia por actividad económica, de mayo de 2005 a mayo de 2006, ésta se ha distribuido de la manera siguiente:

SISTEMA BANCARIO CARTERA CREDITICIA POR ACTIVIDAD ECONÓMICA AÑOS 2005 - 2006

- Millones de quetzales y porcentajes -

DESTINO	A Mayo 2005 ^{a/}	A Mayo 2006 ^{a/}	ESTRUCTURA		VARIACIÓN INTERANUAL	
	(A)	(B)	2005	2006	ABSOLUTA B - A	RELATIVA B/A
TOTAL DE CARTERA SEGÚN BALANCE GENERAL CONDENSADO CONSOLIDADO	38,134.2	48,510.7			10,376.5	27.2
Sub-Total	36,125.2	46,084.2	100.0	100.0	9,959.0	27.6
Agricultura, ganadería, silvicultura, caza y pesca	2,692.8	3,073.0	7.5	6.7	380.2	14.1
Explotación de minas y canteras	11.5	148.8	0.0	0.3	137.3	...
Industria manufacturera	4,600.6	5,308.4	12.7	11.5	707.7	15.4
Electricidad, gas y agua	1,249.9	1,634.6	3.5	3.5	384.7	30.8
Construcción	4,035.4	6,248.0	11.2	13.6	2,212.6	54.8
Comercio	6,704.0	9,584.5	18.6	20.8	2,880.5	43.0
Transporte y almacenamiento	438.5	689.2	1.2	1.5	250.7	57.2
Establecimientos financieros, bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas	2,927.1	4,258.9	8.1	9.2	1,331.8	45.5
Servicios comunales, sociales y personales	1,462.3	1,938.0	4.0	4.2	475.7	32.5
Consumo, transferencias y otros	12,003.1	13,200.7	33.2	28.6	1,197.7	10.0
Saldo de Cartera, según balance de bancos que no presentaron información desagregada	2,009.0	2,426.5			417.5	20.8

a/ Información parcial debido a que dos instituciones no presentaron cifras desagregadas de la cartera, por lo que, para 2005 dichas instituciones se excluyeron para efectos de comparación.

FUENTE: Superintendencia de Bancos.

Dada la importancia de las ramas *consumo*, *transferencias y otros*, *comercio*, *construcción*, e

³⁸ Esta clasificación incluye el financiamiento para la adquisición de bienes inmuebles y servicios prestados a las empresas.

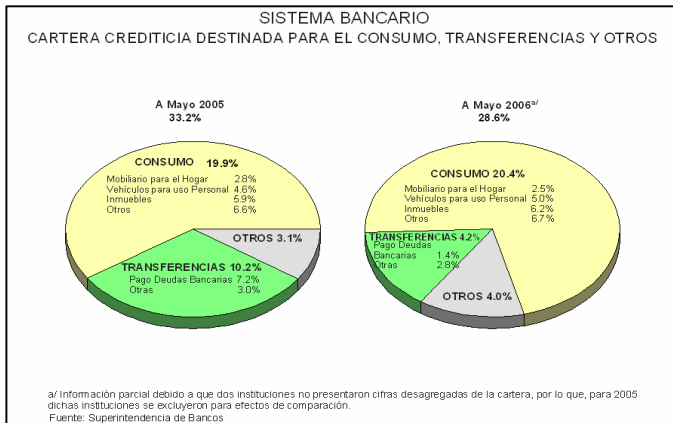
industria manufacturera, se procedió a realizar una desagregación tomando en cuenta sus principales componentes.

a) Crédito concedido para el consumo, transferencias y otros

La cartera crediticia destinada a esta rama, al 31 de mayo de 2006, representó el 28.6% del financiamiento del sistema bancario (33.2% a mayo de 2005).

Cabe indicar que, del total de la cartera crediticia al 31 de mayo de 2006, el consumo representó 20.4%, las transferencias 4.2% y el rubro otros 4.0%. Tomando en cuenta la importancia relativa de esta rama de actividad económica, se procedió a desagregar los componentes más relevantes de la misma, lo cual se ilustra en la gráfica siguiente:

GRÁFICA 48

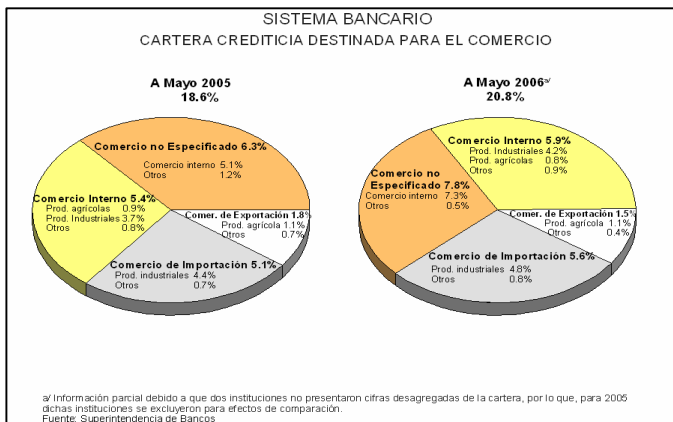


En el consumo se observa que al 31 de mayo de 2006, destaca el financiamiento para la adquisición de inmuebles con 6.2%; de vehículos para uso personal con 5.0%; y, de mobiliario para el hogar con 2.5%, estructura que no varía significativamente con respecto a la observada en mayo de 2005. Por su parte, en lo que corresponde a las transferencias, a finales de mayo de 2006, sobresale el porcentaje de pago de deudas bancarias con 1.4%, el cual es inferior en 5.8 puntos porcentuales con relación al observado en mayo de 2005 (7.2%).

b) Crédito concedido para el comercio

La cartera crediticia destinada a la rama comercio, al 31 de mayo de 2006, representó el 20.8% de la cartera total otorgada por el sistema bancario (18.6% a mayo de 2005).

GRÁFICA 49



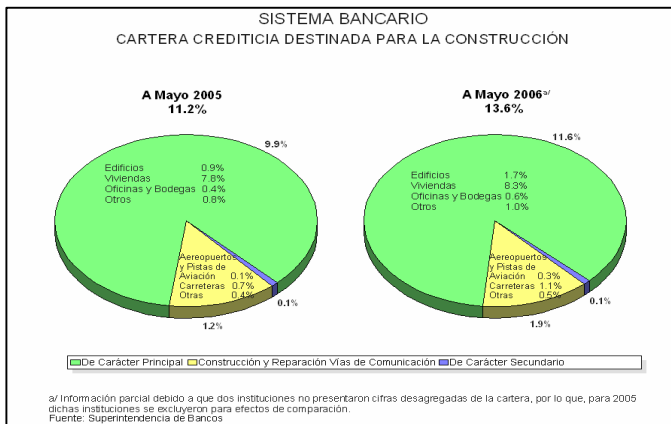
Al 31 de mayo de 2006, respecto de la cartera total, destaca el financiamiento al comercio no especificado con 7.8%; le siguen en su orden, el comercio interno con 5.9% (que incluye los rubros de comercio de productos industriales, agrícolas y otros destinos); el comercio de importación con 5.6% (incluye los rubros de productos industriales y otros); y, por último, el comercio de exportación con 1.5%

(integrado por comercio de productos agrícolas y otros). La estructura de dichos rubros, con excepción del comercio de exportación, es levemente superior a la que se observó en mayo de 2005.

c) Crédito concedido para la construcción

Al 31 de mayo de 2006, la cartera crediticia destinada a la construcción representó el 13.6% del total de la cartera del sistema bancario (11.2% a mayo de 2005).

GRÁFICA 50

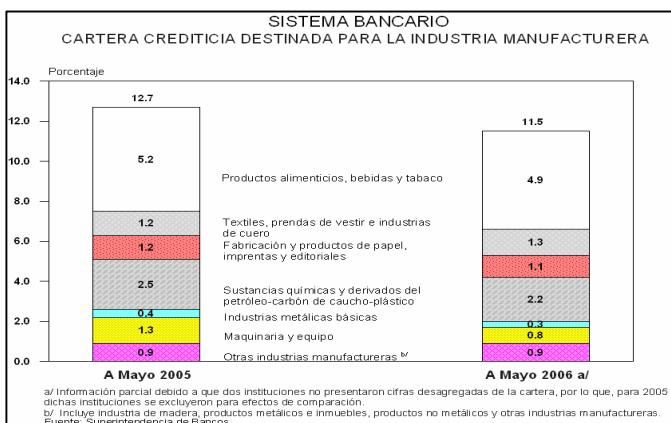


Al 31 de mayo de 2006, destaca el financiamiento de carácter principal con un 11.6% (incluye los rubros de edificios, viviendas, oficinas y bodegas y otros), superior en 1.7 puntos porcentuales respecto al observado al mismo mes de 2005 (9.9%). En cuanto a la estructura de sus rubros, se tiene que en todos los casos son mayores a los observados en mayo de 2005, en particular, el financiamiento a vivienda que pasó de 7.8% en 2005 a 8.3% en 2006.

d) Crédito concedido para la industria manufacturera

Al 31 de mayo de 2006, la cartera crediticia destinada a la industria manufacturera representó el 11.5% de la cartera del sistema bancario (12.7% a mayo de 2005).

GRÁFICA 51

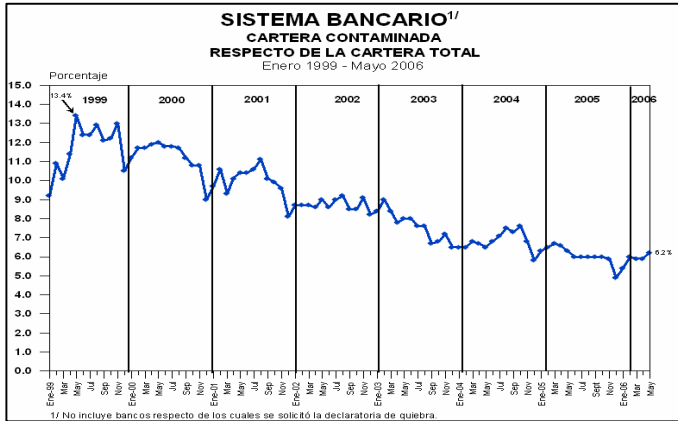


Al examinar cada uno de los componentes de la industria manufacturera, se tiene que, al 31 de mayo de 2006, sobresale el financiamiento otorgado a los rubros siguientes: productos alimenticios, bebidas y tabaco con 4.9%; sustancias químicas y derivados del petróleo con 2.2%; textiles, prendas de vestir e industrias de cuero con 1.3%; y, fabricación y productos de papel, imprentas y editoriales con 1.1%. La referida estructura es similar a la que se observó a mayo de 2005.

3. Calidad de la cartera crediticia

En lo que se refiere a la calidad de la cartera crediticia, se observa que la proporción de la cartera contaminada (cartera en mora más cartera vencida)

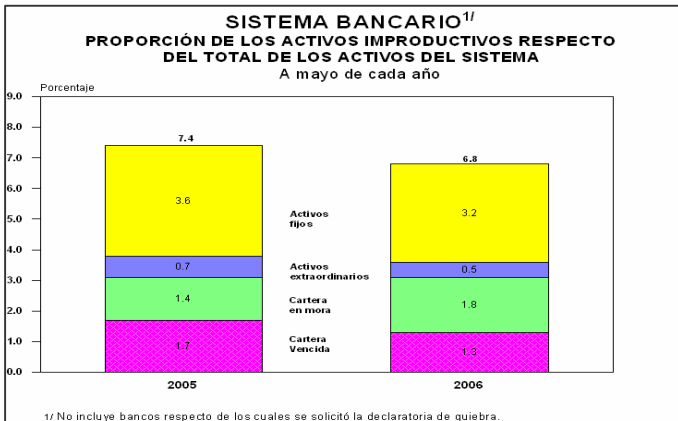
GRÁFICA 52



respecto de la cartera crediticia total del sistema bancario, ha venido mostrando una importante reducción, especialmente si se toma en cuenta que en mayo de 1999 dicho indicador se situó en 13.4% (porcentaje más alto registrado durante el período 1999-2006), mientras que a mayo de 2006 se ubicó en 6.2% (última información disponible).

Al 31 de mayo de 2006, el monto de la cartera contaminada se situó en Q2,998.3 millones, en el que la cartera vencida representó el 2.6% de la cartera total (3.5% a mayo de 2005) y la cartera en mora el 3.6% (2.8% a mayo de 2005).

GRÁFICA 53

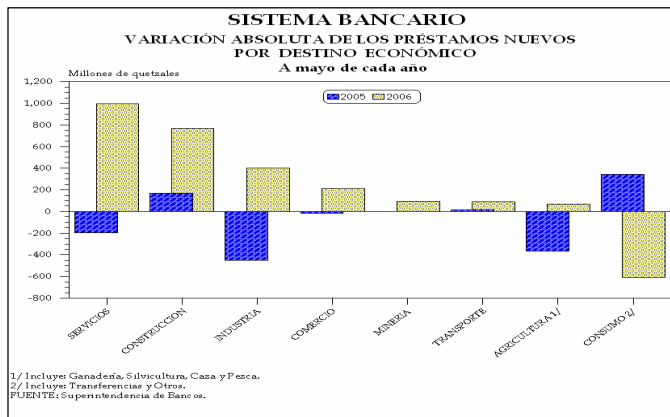


Por su parte, los activos improductivos del sistema bancario (integrados por la cartera contaminada, los activos extraordinarios y los activos fijos) como proporción de los activos totales, reflejó una reducción al situarse en 6.8% a mayo de 2006, porcentaje inferior al registrado a mayo de 2005 (7.4%).

4. Préstamos nuevos, prorrogas y renovaciones

Al 31 de mayo de 2006, el monto de préstamos nuevos, que incluye prórrogas y renovaciones, ascendió a Q12,633.7 millones, monto superior en Q2,012.8 millones (19.0%) al registrado en igual período del año anterior.

GRÁFICA 54



El aumento de los préstamos nuevos se explica, principalmente, por el incremento del financiamiento canalizado a los servicios, Q993.5 millones; a la construcción, Q767.7 millones; a la industria, Q401.0 millones; al comercio, Q211.1 millones; a la minería, Q94.0 millones; al transporte, Q88.7 millones; y, a la agricultura, Q68.1 millones. Dicho incremento fue contrarrestado por la reducción en el financiamiento al consumo, Q611.4 millones.



5. Actualización del modelo econométrico relativo a los determinantes del crédito bancario al sector privado, presentado en el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006

La literatura económica moderna³⁹ indica que la demanda de crédito bancario al sector privado tiene ciertos determinantes fundamentales que la explican, entre ellos, la actividad económica y el precio del crédito bancario al sector privado (tasa de interés activa). Al respecto, con base en el método Econométrico de Mínimos Cuadrados Ordinarios se estimó la función de demanda de crédito bancario al sector privado, tomando en consideración la información estadística que abarca el período, enero de 2000 a mayo de 2006.

Los resultados econométricos obtenidos confirman que la demanda de crédito bancario al sector privado en el país depende, *ceteris paribus*, de un 74.7% de la actividad económica y de algunos precios macroeconómicos (tasa de interés y tipo de cambio nominal). Asimismo, cabe indicar que las variables explicativas resultaron estadísticamente significativas al nivel de confianza del 95% y cumplen satisfactoriamente con el signo esperado, tal como se ilustra a continuación:

$$CSP_t = 63.66 + 0.42 IMAE_t - 0.39 TASA DE INTERÉS_t - 5.97 TIPO DE CAMBIO_t + e_t,$$

(9.39) (3.65) (-9.33) (-7.03)

Nota: El valor entre paréntesis es el estadístico *t* que mide el nivel de significancia individual de cada parámetro del modelo al nivel crítico (valor de tabla igual a 1.980) al nivel de confianza del 95%.

Donde:

CSP_t = Ritmo interanual de crecimiento del crédito bancario al sector privado en el período *t* (variable dependiente del modelo).

³⁹ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (2005). "DESENCADERNAR EL CRÉDITO: Cómo ampliar y estabilizar la banca", INFORME 2005 de Progreso económico y social en América Latina, Washington, D.C. Para más detalles ver Levine, Ross y Sara Zervos. (1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. American Economic Review y Rajan, Raghuram G. y Luigi Zingales, 1998. Financial Dependence and Growth. American Economic Review.

$IMAE_t$ = Ritmo de crecimiento interanual del Índice Mensual de la Actividad Económica en el período t (variable independiente).

TASA DE INTERÉS t = Tasa de interés activa, promedio ponderado del sistema bancario en el período t (variable independiente).

TIPO DE CAMBIO t = Tipo de cambio de referencia para la compra del último día de cada mes en el período t (variable independiente).

Los resultados del modelo econométrico citado sugieren que cuando el ritmo de crecimiento interanual de la actividad económica aumenta en 1.0%, el crédito bancario al sector privado lo hace en aproximadamente 0.42%, manteniéndose constantes las demás variables.

Por su parte, un descenso de 1.0% en la tasa de interés activa, promedio ponderado, del sistema bancario, permaneciendo constantes las otras variables, incrementa la demanda de recursos en el sistema, en aproximadamente 0.39%.

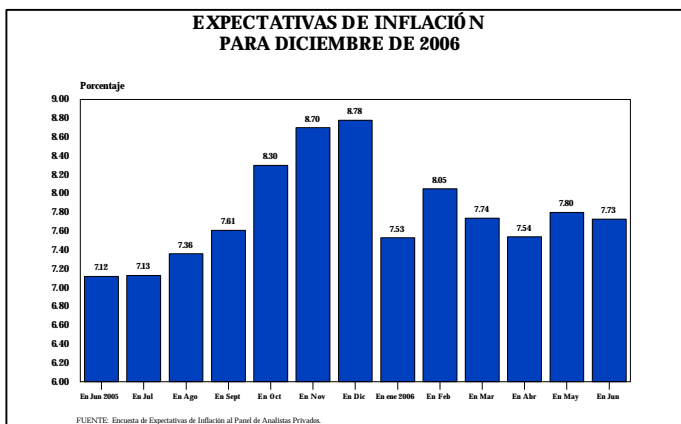
Finalmente, una apreciación de 1.0% en el tipo de cambio nominal, *ceteris paribus*, aumenta la demanda de crédito bancario al sector privado en alrededor de 5.97%.

F. EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE ANALISTAS PRIVADOS

Las expectativas de inflación se definen como la percepción de los agentes económicos acerca del comportamiento futuro de los precios en la economía. Las expectativas inflacionarias que para un cierto período se forman los agentes económicos, en algunas circunstancias, pueden 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)⁴⁰, realizada en junio de 2006, los encuestados prevén para

GRÁFICA 55

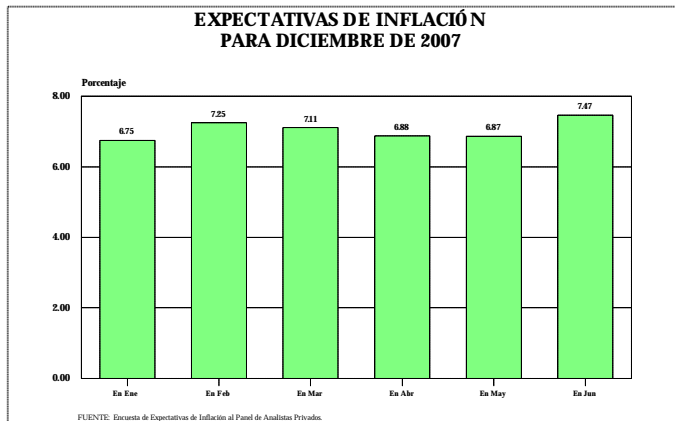


⁴⁰ Encuesta mensual dirigida a analistas nacionales e internacionales del sector privado, conocedores de los procedimientos operativos de la política monetaria, la cual permite medir la impresión de éstos en relación a la evolución futura del ritmo inflacionario en Guatemala.

diciembre del presente año que el ritmo inflacionario se sitúe en 7.73%, porcentaje superior a la meta establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006.

Por otra parte, dichos analistas económicos estiman que la inflación para diciembre de 2007 se ubicará en 7.47%, porcentaje superior a la meta de política establecida para ese año.

GRÁFICA 56

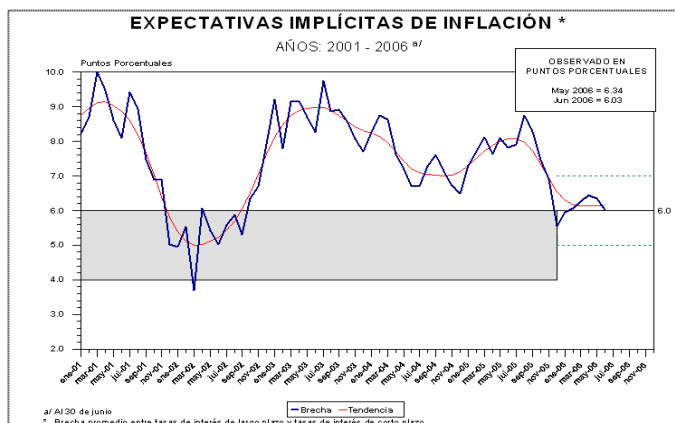


G. EXPECTATIVAS IMPLÍCITAS DE INFLACIÓN

Este indicador constituye una forma indirecta de obtener la percepción acerca de las expectativas de inflación de los agentes económicos, a través del cálculo de la brecha entre las tasas de interés de largo plazo⁴¹ y las tasas de interés de corto plazo⁴². La idea que subyace detrás de dicho cálculo se sustenta en el hecho de que el nivel de las tasas de interés de largo plazo, por lo general, son mayores a las tasas de interés de corto plazo, debido a que, aquéllas incluyen primas que compensan tanto la inflación esperada como el riesgo país. En virtud de lo anterior, para obtener la referida percepción, a las tasas de interés tanto de largo como de corto plazos se les deduce una prima por riesgo país⁴³, dando como resultado la brecha correspondiente a la prima por inflación.

De acuerdo con las cifras observadas a junio de 2006, las expectativas implícitas de inflación indicaban una brecha de 6.03 puntos porcentuales, la cual se ubica dentro del margen de tolerancia de la meta de inflación de 6% (+/- 1 punto porcentual) establecida en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, sugiriendo una política monetaria moderadamente restrictiva. Al comparar el resultado obtenido en junio de 2006, respecto del observado en

GRÁFICA 57



⁴¹ Para este propósito se definieron como tasas de interés de largo plazo, la tasa de interés activa total del sistema bancario y la tasa de interés de préstamos nuevos del sistema bancario.

⁴² Para este propósito se definieron como tasas de interés de corto plazo, la tasa de interés de reportos, entre 1 y 7 días y la tasa de interés promedio ponderado de OEMs (ponderación de los plazos de 7 a 182 días).

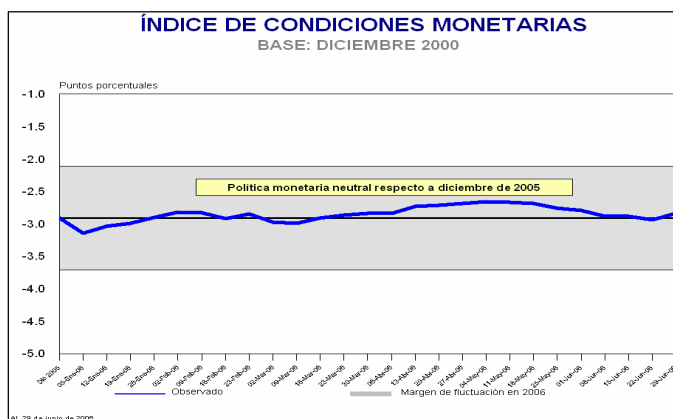
⁴³ La estimación de la prima por riesgo país se calcula como la diferencia entre la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro guatemaltecos colocados en el mercado financiero internacional (promedio ponderado de las emisiones 1997, 2001, 2003 y 2004) y la tasa de retorno de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años plazo.

mayo de 2006 (6.34 puntos porcentuales), se observa una disminución de treinta y uno puntos porcentuales en las referidas expectativas, lo que estaría indicando que los agentes económicos prevén que la inflación podría mantenerse, en el mediano plazo, dentro de la meta establecida.

H. ÍNDICE DE CONDICIONES MONETARIAS -ICM-

El ICM es un indicador que se calcula tomando en consideración los cambios que experimentan la tasa de interés y el tipo de cambio nominal, respecto a un año base determinado. Para el caso de Guatemala, la orientación del ICM se basa en la relación entre el tipo de cambio nominal y la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario, lo que puede advertir si la política monetaria ha sido más ó menos restrictiva. Para el seguimiento de dicho indicador, en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 se estableció un corredor cuyo punto central corresponde al ICM observado a finales de 2005 y sus valores superior e inferior se ubicarían en ± 0.8 puntos porcentuales⁴⁴ respecto al valor central indicado; un valor del ICM superior al del indicado corredor se interpreta como el resultado de una política monetaria restrictiva; en tanto que un valor inferior al del corredor se interpreta como el resultado de una política monetaria expansiva.

GRÁFICA 58



Al observar el ICM entre el 31 de diciembre de 2005 y el 29 de junio de 2006, se tiene un comportamiento alrededor del punto central, lo que se interpreta como que la política monetaria durante el primer semestre del año ha sido neutral.

I. ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

A partir de junio de 2006 se inició el seguimiento de las variables indicativas mediante un índice que permite evaluar, de manera conjunta, la orientación de las referidas variables, tomando en consideración la importancia relativa que cada una de ellas tiene en el

⁴⁴ Corresponden a una desviación estándar del ICM registrada en promedio de enero de 2003 a noviembre de 2005.



proceso de toma de decisiones de la política monetaria⁴⁵.

Para el efecto, se diseñó una encuesta en la que cada miembro de Junta Monetaria manifestó su opinión en cuanto a la importancia que cada variable indicativa tiene en el referido proceso.

La ventaja de elaborar el índice sintético radica en el hecho de que anteriormente se asignaba la misma ponderación a cada una de las variables indicativas, no obstante que, como se pudo comprobar en la referida encuesta, la apreciación de cada uno de los encuestados era que no todas las variables indicativas debían tener el mismo peso relativo para definir la orientación de la política monetaria. En ese sentido, la nueva metodología permite incorporar en un solo indicador para cada categoría de orientación⁴⁶, las diferentes ponderaciones asignadas a cada variable, lo que facilita hacer comparaciones entre los resultados de una semana y otra, pues el referido índice proporciona un porcentaje para cada categoría de orientación que es fácilmente comparable con otras fechas.

En el siguiente cuadro, con cifras observadas al 29 de junio de 2006, se presentan los resultados del índice sintético obtenido con base en el peso relativo asignado a cada variable indicativa.

⁴⁵ La Junta Monetaria, luego de conocer el Informe de Política Monetaria a Marzo de 2006, dispuso darle seguimiento a las variables indicativas de la política monetaria mediante el referido índice.

⁴⁶ En esta metodología se calcularon cinco índices, uno para cada orientación (relajada, moderadamente relajada, invariable, moderadamente restrictiva y restrictiva), cuya suma es del 100%. Cabe indicar que la orientación moderadamente relajada está referida a la ubicación por debajo del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual. De manera análoga, la orientación moderadamente restrictiva está referida a la ubicación por encima del valor puntual de la meta de inflación, pero que se encuentra dentro del margen de tolerancia de +/- 1 punto porcentual.



Informe de Política Monetaria a Junio de 2006



ÍNDICE SINTÉTICO DE LAS VARIABLES INDICATIVAS

Información al 29 de junio de 2006

VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable	ORIENTACIÓN Y PESO RELATIVO				
	(%)	Relajada	Moderadamente relajada	Invariable	Moderadamente restrictiva	Restrictiva
1. Ritmo Inflacionario Total Esperado	11.22					11.22
2. Ritmo Inflacionario Subyacente Esperado	11.48				11.48	
3. Tasa de Interés Parámetro	8.67			8.67		
4. Tasa de Interés Pasiva de Paridad	8.42			8.42		
5. Liquidez Primaria (Emisión Monetaria y Base Monetaria Amplia)	10.46					10.46
6. Medios de Pago	8.16					8.16
7. Crédito Bancario al Sector Privado	8.42					8.42
8. Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados	7.14					7.14
9. Expectativas Implícitas de Inflación	8.67				8.67	
10. Índice de Condiciones Monetarias -ICM-	7.14			7.14		
11. Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-	10.20					10.20
	100.00	0.00	0.00	24.23	20.15	55.62

Como se observa en el cuadro anterior, de acuerdo al peso relativo de las variables indicativas, el 55.62% de las mismas aconsejaba una orientación de política monetaria restrictiva; el 24.23% sugería una orientación de política monetaria invariable y el 20.15% aconsejaban una orientación de política monetaria moderadamente restrictiva.

Con el objeto de realizar un análisis retrospectivo de la orientación de política monetaria sugerida por las variables indicativas con base en el índice sintético, se tomó en consideración la orientación que dichas variables sugerían en la sesión del Comité de Ejecución realizada el 17 de febrero de 2006, fecha en la que se informó sobre los resultados del primer corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-.



Informe de Política Monetaria a Junio de 2006



VARIABLES INDICATIVAS
PESO RELATIVO CONFORME OPINIÓN DE JUNTA MONETARIA
Información al 9 de febrero de 2006

VARIABLES INDICATIVAS	Peso relativo de la variable	ORIENTACIÓN Y PESO RELATIVO				
	(%)	Relajada	Moderadamente relajada	Invariable	Moderadamente restrictiva	Restrictiva
1 Ritmo Inflacionario Total Esperado (Promedio Métodos I y II)	11.22				11.22	
2 Ritmo Inflacionario Subyacente Esperado (Promedio Métodos I y II)	11.48				11.48	
3 Tasa de Interés Parámetro	8.67			8.67		
4 Tasa de Interés Pasiva de Paridad	8.42			8.42		
5 Liquidez Primaria (Emisión Monetaria y Base Monetaria Amplia)	10.46					10.46
6 Medios de Pago	8.16	8.16				
7 Crédito Bancario al Sector Privado	8.42					8.42
8 Expectativas de Inflación del Panel de Analistas Privados	7.14					7.14
9 Expectativas Implícitas de Inflación	8.67		8.67			
10 Índice de Condiciones Monetarias -ICM-	7.14			7.14		
11 Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-	10.20					10.20
TOTAL	100.00	8.16	8.67	24.23	22.70	36.24

Al comparar los resultados entre ambas fechas, se observa que la variable ritmo inflacionario total esperado pasó de sugerir que la política monetaria fuera moderadamente restrictiva a aconsejar que la misma se restringiera; la variable medios de pago que aconsejaba una política monetaria relajada pasó a sugerir que las condiciones monetarias fueran restrictivas y, la variable expectativas implícitas de inflación pasó de indicar una política monetaria moderadamente relajada a sugerir que la misma fuera moderadamente restrictiva. De acuerdo a lo anterior, en el siguiente cuadro se puede observar que la orientación predominante en ambas fechas sugirió restringir las condiciones monetarias.

COMPARACIÓN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS		
A las fechas indicadas		
ORIENTACIÓN	09/02/2006	29/06/2006
Relajada	8.16	0.00
Moderadamente relajada	8.67	0.00
Invariable	24.23	24.23
Moderadamente restrictiva	22.70	20.15
Restrictiva	36.24	55.62
TOTAL	100.00	100.00



IV. AVANCES EN EL MARCO OPERATIVO DE LA POLÍTICA MONETARIA

A. SISTEMA DE LIQUIDACIÓN BRUTA EN TIEMPO REAL -LBTR-

La Junta Monetaria en resolución JM-185-2005, en el apartado relativo a medidas para apoyar la efectividad de la política monetaria, dispuso, entre otros aspectos, continuar con la modernización del sistema de pagos, específicamente poner en funcionamiento el sistema LBTR y continuar con la adopción de las acciones contenidas en la Matriz de Modernización del Sistema de Pagos aprobada en resolución JM-140-2004.

En tal contexto, cabe indicar que la Junta Monetaria, en resolución JM-166-2005 del 30 de noviembre de 2005, aprobó el Reglamento del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real. De conformidad con lo previsto en los artículos 8 y 9 del referido reglamento, el Gerente General del Banco Central emitió las resoluciones números GG-01-2006 y GG-02-2006 del 13 de enero de 2006, en las cuales fijó, por una parte, los horarios de operación, de atención y de prestación de servicios del sistema LBTR y, por la otra, la comisión por servicios que el Banco de Guatemala aplica a los participantes en dicho sistema. Asimismo, en resolución de Gerencia General número GG-03-2006, del 17 de enero de 2006, se aprobaron los manuales de Normas y Procedimientos que deben observar los participantes en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real.

El sistema LBTR empezó a operar el 27 de enero de 2006, con lo que se puso a disposición de las entidades bancarias, sociedades financieras y casas de cambio que tienen constituidas cuentas de depósito en el Banco de Guatemala, la liquidación electrónica, en forma bruta y en tiempo real, de sus operaciones en moneda nacional y en moneda extranjera. Resulta oportuno indicar que a partir de la referida fecha, el resultado multilateral neto de la Cámara de Compensación Bancaria es liquidado en el sistema LBTR, en los horarios aprobados por el Banco de Guatemala.

Al 30 de junio de 2006, se han autorizado para participar en el referido sistema las veintiséis entidades



bancarias que operan en el sistema bancario nacional, así como tres sociedades financieras.

En cuanto al volumen de operaciones realizadas por medio del sistema LBTR, en el cuadro siguiente se muestra el número de operaciones y el monto total liquidado en las cuentas de depósitos monetarios de los participantes, del 27 de enero al 30 de junio de 2006.

**OPERACIONES REALIZADAS POR LOS PARTICIPANTES DEL SISTEMA LBTR
DEL 27 DE ENERO AL 30 DE JUNIO DE 2006**

No.	INSTITUCIÓN	EN QUETZALES		EN US DÓLARES	
		NÚMERO DE OPERACIONES	MONTO (en millones)	NÚMERO DE OPERACIONES	MONTO (en millones)
1	Banco de Crédito, S.A.	100	337.8	85	18.2
2	Banco Privado para el Desarrollo, S.A.	343	482.8	14	1.7
3	Banco Agromercantil de Guatemala, S.A.	751	2,979.3	41	32.3
4	Banco Industrial, S.A.	578	21,794.3	60	196.1
5	Vivibanco, S.A.	190	187.2	8	0.3
6	Banco Inmobiliario, S.A.	259	1,336.7	5	2.2
7	Banco Reformador, S.A.	423	852.8	9	6.1
8	Banco Internacional, S.A.	553	896.0	5	1.1
9	Banco G&T Continental, S.A.	809	19,119.1	37	58.4
10	Banco Corporativo, S.A.	407	373.0	24	6.5
11	Banco de la República, S.A.	682	682.3	66	25.1
12	Banco de América Central, S.A.	278	1,301.5	16	26.3
13	Banco del Quetzal, S.A.	568	2,820.7	48	47.6
14	Banco de Comercio, S.A.	460	2,315.2	13	2.8
15	Banco de Occidente, S.A.	532	5,546.3	66	47.1
16	Banco Americano, S.A.	128	98.8	14	3.9
17	Banco de Desarrollo Rural, S.A.	1,852	18,350.6	4	6.0
18	El Crédito Hipotecario Nacional de Guatemala	732	9,670.3	3	0.8
19	Banco de Exportación, S.A.	416	3,015.0	16	24.8
20	Banco del Café, S.A.	461	5,929.5	19	34.1
21	Banco SCI, S.A.	268	637.7	14	7.0
22	Financiera Guatemalteca, S.A.	99	990.9	0	0.0
23	Citibank N.A., Sucursal Guatemala	252	3,233.2	9	17.5
24	Banco de Antigua, S.A.	52	409.8	3	0.7
25	Banco de los Trabajadores	131	497.3	1	0.2
26	Financiera de Occidente, S.A.	2	30.0	0	0.0
27	Banco Uno, S.A.	271	902.0	69	20.8
28	Banco Cuscatlán, S.A.	297	1,677.1	23	59.3
29	Financiera Uno, S.A.	1	1.0	0	0.0
TOTALES		11,895	106,468	672	646.9

El Banco Central, por medio de los sistemas de transferencias de fondos por oficios, por el SWIFT⁴⁷, por el Mecanismo Interbancario de Transacciones - MIT- y por el Mecanismo de Transacciones de Entidades Depositantes -MED-, efectuó un volumen considerable de transacciones de liquidación por cuenta de otros participantes pendientes de incorporarse al referido sistema, por cuenta de entidades del sector público, así como operaciones propias del Banco de

⁴⁷ Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications.



Guatemala. En el cuadro siguiente se observa el monto y el número de esas operaciones.

**OPERACIONES REALIZADAS POR EL BANCO DE GUATEMALA
EN EL SISTEMA LBTR
DEL 27 DE ENERO AL 30 DE JUNIO DE 2006**

	En millones		NÚMERO DE OPERACIONES
	DÉBITOS	CRÉDITOS	
Monto en quetzales	61,686.1	62,093.4	28,461
Monto en dólares de los Estados Unidos de América	816.0	797.2	6,177
TOTAL NÚMERO DE OPERACIONES			34,638

B. EXPEDICIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- POR FECHA DE VENCIMIENTO

El Banco de Guatemala expide CDPs como consecuencia de la recepción de depósitos a plazo, por diferentes montos, plazos y tasas de interés, lo cual da lugar a que en el mercado financiero exista una gran cantidad de CDPs con características distintas, que dificultan su comparación e intercambio y, por lo tanto, limitan la profundidad y el desarrollo del mercado secundario de los mismos. Al respecto, y con el propósito de proseguir con las mejoras al esquema operacional para realizar las operaciones de estabilización monetaria de forma consistente con un esquema de metas explícitas de inflación, la Junta Monetaria en la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006 autorizó al Banco de Guatemala para que pueda expedir CDPs concentrados en determinadas fechas de vencimiento. Se considera que al dotar a los CDPs de igual fecha de vencimiento, así como de otras características complementarias, tales como igual fecha de pago de intereses e igual valor nominal, se contribuirá a profundizar y desarrollar el mercado secundario de tales certificados.

A efecto de avanzar en el proceso de expedición de CDPs por fecha de vencimiento, el Banco de Guatemala procedió a preparar en calidad de proyecto la normativa a ser aprobada por Junta Monetaria para regular el aspecto indicado, la cual se encuentra en proceso de difusión y consultas con los participantes



del mercado de dinero. Asimismo, inició el proceso de modificación a sus sistemas informáticos, con el propósito de que los mismos permitan la emisión de los CDPs con las mencionadas características.

C. TRANSFERENCIA DE TITULARIDAD DE LOS CERTIFICADOS DE DEPÓSITO A PLAZO -CDPs- EN CUSTODIA EN EL BANCO DE GUATEMALA

La expedición de los CDPs se efectúa, a solicitud de los depositantes, en uno o varios certificados físicos que son entregados a los titulares de los mismos o permanecen en custodia en el Banco de Guatemala. En el caso de los CDPs físicos, se considera que los mismos, no obstante sus características de seguridad, al ser negociados en los mercados primario y secundario, así como en operaciones de reporto, están expuestos a riesgos relacionados con su movilización y transferencia, toda vez que podrían ser objeto de destrucción, pérdida, robo, alteración o falsificación. En cuanto a los CDPs en custodia es necesario que se solicite al Banco de Guatemala su expedición en forma física, lo cual conlleva los riesgos indicados. En ese sentido y con el propósito de proseguir con las mejoras al esquema operacional para realizar las operaciones de estabilización monetaria que permitan el desarrollo de un mercado secundario de CDPs ágil y seguro, consistente con un esquema de metas explícitas de inflación, la Junta Monetaria instruyó al Banco de Guatemala para que realizara las acciones necesarias tendentes a lo siguiente:

1. Que los Certificados de Depósito a Plazo puedan ser registrados en custodia en el Banco Central;
2. Que se permita el cambio de la titularidad de los Certificados de Depósito a Plazo registrados o que en el futuro se registren en custodia en el Banco de Guatemala; y,
3. Que los Certificados de Depósito a Plazo expedidos físicamente, que se encuentren en circulación, puedan ser registrados en custodia en el Banco de Guatemala.

En el contexto descrito, el Banco de Guatemala realizó las acciones siguientes:



- i) Se elaboró propuesta de Reglamento para la Recepción de Depósitos a Plazo en quetzales a ser constituidos en el Banco de Guatemala, la cual está en proceso de consultas con los actores del mercado, previo a ser sometido a aprobación de la Junta Monetaria;
- ii) Se elaboró propuesta de Normas para la Constitución de Depósitos a Plazo en el Banco de Guatemala, por medio de Licitaciones en las Bolsas de Comercio Autorizadas para Operar en el País, la cual está en proceso de consultas con los actores del mercado, previo a ser sometido a aprobación de la Gerencia General; y,
- iii) Se realizaron presentaciones sobre la transferencia de titularidad de los CDPs en custodia en el Banco de Guatemala a representantes de bancos del sistema, sociedades financieras, bolsas de valores y entidades públicas;

D. ACCIONES PENDIENTES

Además de la conclusión de los procesos indicados, las acciones que están pendientes para mejorar el esquema analítico y operacional del Banco de Guatemala, se centran, particularmente, en tres aspectos:

1. De las operaciones de estabilización monetaria

- Iniciar un marco operacional alternativo, basado en la utilización de una tasa de interés de política monetaria “*overnight*”, por medio de la cual se realizaría la señalización de la política monetaria. En este contexto, el Banco de Guatemala participaría en el mercado de dinero de forma diaria con base en un pronóstico de liquidez y, cuando las condiciones en el mercado sean apropiadas, usaría la tasa de interés *overnight* como variable de política para afectar las tasas de interés de largo plazo;
- Crear facilidades temporales (*standing-facilities*) a efecto de establecer un corredor de tasas de interés alrededor de la tasa de interés líder, con el objeto de poder limitar la volatilidad de las tasas de interés de corto plazo en el mercado de dinero;
- Mejorar el pronóstico diario de liquidez bancaria, lo cual requerirá establecer un contacto



sistematizado entre funcionarios del Banco Central y los tesoreros de los bancos del sistema; y,

- Reducir gradualmente la posición deudora que actualmente tiene el Banco de Guatemala frente al sistema financiero, a efecto de que ésta se torne neutral y, eventualmente, sea acreedora; situación que se puede lograr mediante el traslado gradual de la liquidez de corto plazo (coyuntural) a liquidez de más largo plazo (estructural).

2. Del Modelo Macroeconómico Semiestructural

El segundo corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS- se efectuó en mayo de 2006 y los pronósticos resultantes fueron presentados a la Junta Monetaria en la sesión celebrada el 24 de mayo de 2006. Sin embargo, el modelo todavía está en proceso de afinamiento, identificándose las siguientes tareas pendientes⁴⁸:

- a) Evaluar la calibración
- b) Generar consenso acerca de las propiedades del modelo
- c) Elaborar un documento acerca de las propiedades del modelo
- d) Modificar el cronograma de los pronósticos, haciendo que estos se correspondan con el primer mes de cada trimestre.
- e) Elaborar reportes acerca de la descomposición de los cambios en los pronósticos.
- f) Hacer un monitoreo mensual entre pronósticos.

3. De la regla cambiaria

En la resolución JM-185-2005, que contiene la Política Monetaria, Cambiaria y Crediticia para 2006, se establece que con el propósito de aumentar la eficiencia de los mecanismos mediante los cuales el Banco de Guatemala participa en el mercado cambiario, se introducirán modificaciones de forma gradual a los mismos, 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

⁴⁸ Para la identificación de las tareas pendientes en cuanto al MMS, fue sumamente valioso contar con los puntos de vista del consultor Jan Vlcek, quien visitó el Banco de Guatemala del 8 al 12 de mayo de 2006, como parte de la Asistencia Técnica que el Fondo Monetario Internacional está proveyendo al Banco de Guatemala en materia de metas explícitas de inflación.



mercados; iii) Elimine la discrecionalidad de las participaciones del Banco de Guatemala; y, iv) Minimice la volatilidad del tipo de cambio, sin afectar su tendencia. Para el efecto, el Banco de Guatemala deberá participar en el Mercado Institucional de Divisas observando el procedimiento aprobado por la Junta Monetaria.

Dentro del anterior contexto, a continuación se presenta una regla de participación cambiaria, que mejoraría respecto de la que se aplica hasta ahora y cuyas características son las siguientes:

Para la compra:

- La regla para la compra estaría activa permanentemente.
- En caso de que el tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales del día anterior sea igual o menor al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales, menos un margen de fluctuación de 0.5%, el Banco Central convocaría a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de compra de dólares, por un monto máximo de US\$6.0 millones.
- En caso se adjudicara todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocaría a una subasta adicional, por un monto máximo igual al de la primera subasta.
- En caso de que nuevamente se adjudicara todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocaría a otra subasta, procediendo en la misma forma, pero sin exceder un máximo de tres subastas de compra por día.
- En caso de que el tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales del día anterior fuera igual o menor a Q7.60, el margen de fluctuación sería de 0.1%, quedando invariables las demás reglas para la compra.

Para la venta:

- La regla para la venta se activaría hasta cuando el tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales del día anterior fuera igual o mayor a Q7.81500.



- En caso de que el tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales del día anterior fuera igual o mayor al promedio móvil de los últimos cinco días del tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales, más un margen de fluctuación de 1.0%, el Banco Central convocaría a las entidades que constituyen el Mercado Institucional de Divisas a una subasta de venta de dólares, por un monto máximo de US\$6.0 millones.
- En caso se adjudicara todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocaría a una subasta adicional, por un monto máximo igual al de la primera subasta.
- En caso de que nuevamente, se adjudicara todo el monto subastado, el Banco de Guatemala convocaría a otra subasta, procediendo en la misma forma, pero sin exceder un máximo de tres subastas de venta por día.
- En caso de que el tipo de cambio de las operaciones interinstitucionales del día anterior fuera igual o mayor a Q8.05, el margen de fluctuación sería de 0.5%, quedando invariables las demás reglas para la venta. A partir de dicho valor la regla de participación para la venta de divisas será simétrica con la establecida para la compra de divisas.

La liquidación de las operaciones de compra y de venta de divisas, realizadas conforme esta regla, se efectuaría inmediatamente después de concluir la adjudicación de cada uno de los eventos de subasta. Para dicho propósito, las instituciones que constituyen el Mercado Institucional de Divisas deberían otorgar autorización permanente al Banco de Guatemala para afectar sus cuentas de encaje, cuentas de depósito legal o cuentas especiales, según corresponda, tanto en quetzales como en dólares de los Estados Unidos de América. En ese sentido, las instituciones que decidieran participar en el mecanismo de subastas deberían contar con recursos suficientes en sus respectivas cuentas, a efecto de poder debitarlas por el monto negociado con el Banco de Guatemala.

No está de más indicar que el mecanismo de liquidación anterior se agilizaría en la medida en que las operaciones que se efectúen vayan siendo liquidadas por medio del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real - LBTR-.



Adicionalmente, con el propósito de contar con información oportuna sobre el tipo de cambio que las instituciones que constituyen el Mercado Institucional de Divisas utilizan en las operaciones que realizan entre ellas, las mismas deberían trasladar al Banco de Guatemala, a más tardar a las 18:00 horas del día al que correspondan las referidas operaciones, la información correspondiente a los montos y tipos de cambio aplicados en sus negociaciones cambiarias. Cabe indicar que esta información podría ser enviada al Banco Central por medios electrónicos o por medio de fax. Para tal efecto, la Junta Monetaria estaría emitiendo la disposición por la que se estaría requiriendo el traslado de la referida información.

V. AVANCES EN EL MEJORAMIENTO DE LAS ESTADÍSTICAS ECONÓMICAS

A. PROCESO DE MEJORAMIENTO DE LAS CUENTAS NACIONALES Y CAMBIO DEL AÑO BASE (2001)

El cálculo de la actividad económica de los países, medida por el Producto Interno Bruto -PIB-⁴⁹, se basa en propuestas metodológicas convenidas internacionalmente, las cuales han sido objeto de revisiones en el tiempo. A ese respecto, desde que se implementó el Manual de Cuentas Nacionales de Naciones Unidas, éste ha sido objeto de cuatro revisiones (1947, 1953, 1968 y 1993).

En el caso de Guatemala, para la estimación del PIB se ha venido utilizando la segunda revisión del manual de cuentas nacionales y se tiene como año base 1958, con lo cual ya no se reflejan adecuadamente los cambios que la estructura económica del país ha experimentado en los últimos años.

Cabe indicar que los estándares internacionales establecen que la revisión del año base de las cuentas nacionales de un país debe realizarse cada 5 años, con el propósito de mantener la confiabilidad y consistencia en la medición de la actividad económica.

⁴⁹ Valor de la producción total de bienes y servicios finales dentro del territorio nacional durante un cierto período de tiempo, que usualmente es un trimestre o un año.



En el contexto descrito, con el propósito de contar con un instrumento eficaz para el análisis y la toma de decisiones de política económica y de inversión, a partir de 1997 el Banco de Guatemala inició el proceso de implementación del Sistema de Cuentas Nacionales 1993 -SCN93⁵⁰ - (cuarta revisión) y de cambio del año base para la medición de la actividad económica.

Es importante mencionar que el SCN93, además de proporcionar una medición de la actividad económica, ofrece un marco contable amplio dentro del cual pueden elaborarse y presentarse datos económicos en un formato destinado al análisis que permite abordar, desde diferentes perspectivas, entre otros temas, los relacionados a ocupación, inflación, producción, gasto, ingresos, cuentas de flujos y saldos financieros, oferta y utilización y patrimonio.

Como resultado del proceso de implementación de la nueva metodología y la adopción del nuevo año base 2001, en junio del presente año se concluyó el proceso de cálculo de las cuentas nacionales del país para el período 2001-2004, a precios corrientes y constantes, información que, lógicamente, por utilizar otra metodología y otro año base, difiere de la presentada oficialmente para dichos años conforme a la base 1958. A ese respecto, cabe mencionar que, de acuerdo con la experiencia internacional, cuando los países implementan nuevas metodologías y cambian de año base (particularmente cuando éste es demasiado lejano, como en el caso guatemalteco), es normal que surjan diferencias en los niveles del PIB (sobreevaluación o subevaluación), fenómeno que, de acuerdo con información de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe -CEPAL-, se ha observado en los casos de Colombia (16.5%), de Paraguay (-13.2%), de Bolivia (-12.2%), de El Salvador (-11.1%), de Chile (10.5%), de México (-8.0%), de Argentina (-8.2%), entre otros; mientras que para el caso de Guatemala, durante el período 2001-2004, se observa una sobreevaluación promedio de 13.0% en el PIB calculado con la base 1958.

La nueva metodología, asimismo provee la siguiente información: las cuentas de producción y las cuentas de generación del ingreso para 143 actividades

⁵⁰ El SCN93 se elaboró bajo la responsabilidad conjunta de cinco organizaciones de reconocido prestigio mundial, como lo son: Statistical Office of the European Communities -EUROSTAT-, Fondo Monetario Internacional -FMI-, Organisation for Economic Co-operation and Development -OCDE-, Organización de las Naciones Unidas -ONU- y Banco Mundial -BM-.



incluidas en la Nomenclatura de Actividades Económicas de Guatemala; las hojas de equilibrio de oferta y utilización para 226 productos; el Cuadro de Oferta y Utilización; y, las Cuentas Económicas Integradas por sectores y subsectores institucionales de acuerdo con la Nomenclatura de Sectores Institucionales de Guatemala.

Entre los principales beneficios que para los sectores público y privado tendrá la implementación del SCN93 y la adopción de un nuevo año base para el cálculo de las cuentas nacionales, cabe mencionar el conocimiento de los aspectos siguientes: la actual estructura económica del país; las actividades económicas que generan más empleo y su cuantía; las transacciones que tienen lugar entre los diferentes sectores institucionales y sus repercusiones en el ingreso y la riqueza generada en el país; la contribución de las diferentes actividades económicas a la tasa de crecimiento económico; y, los instrumentos que utilizan los diferentes sectores institucionales para financiar su actividad. Así también, el SCN93 coadyuvará al diseño de modelos económicos de largo plazo. Por último, vale la pena mencionar, por un lado, que el nuevo sistema de cuentas nacionales será conocido en breve por la Junta Monetaria para que se autorice que el mismo sea de uso oficial a partir de enero de 2007.

VI. ANÁLISIS DE TEMAS DE NATURALEZA EMPÍRICA

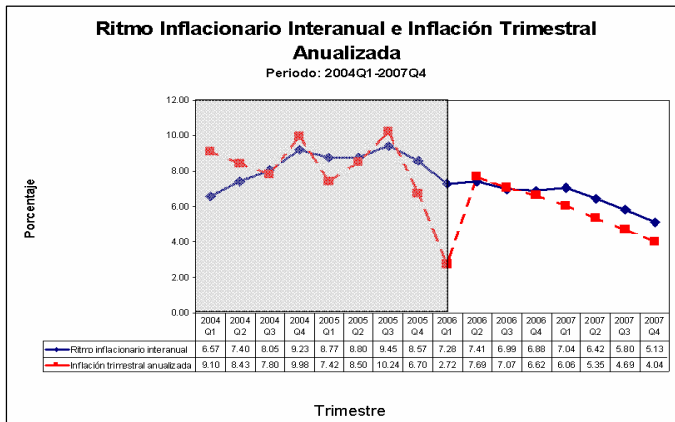
A. RESULTADOS DEL SEGUNDO CORRIMIENTO DEL MODELO MACROECONÓMICO SEMIESTRUCTURAL

1. Pronósticos de inflación de mediano plazo

En mayo de 2006 se llevó a cabo el segundo corrimiento del Modelo Macroeconómico Semiestructural -MMS-, el cual permitió obtener pronósticos de inflación de mediano plazo consistentes con las interrelaciones de las principales variables macroeconómicas que afectan la inflación.

En ese sentido, la gráfica 59 se ilustra el referido pronóstico de inflación a mediano plazo obtenido por medio del MMS. La trayectoria discontinua indica el

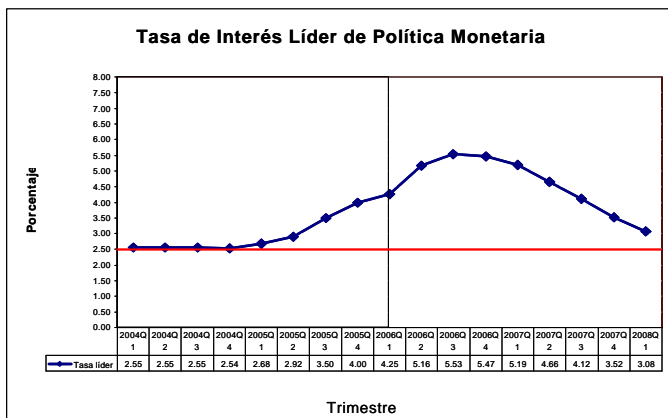
GRÁFICA 59



pronóstico de inflación trimestral anualizada, mientras que la trayectoria continua indica el pronóstico del ritmo inflacionario interanual. Para el cuarto trimestre de 2006 se espera que el ritmo interanual y la inflación trimestral anualizada se sitúen en 6.88% y 6.62%, respectivamente, mientras que para el cuarto trimestre de 2007 se espera que dichas variables se sitúen en 5.13% y 4.04%, en su orden. Dichos pronósticos son condicionales a que el Banco Central lleve a cabo una política monetaria activa que conduzca a la inflación hacia sus valores de equilibrio de mediano y largo plazos.⁵¹

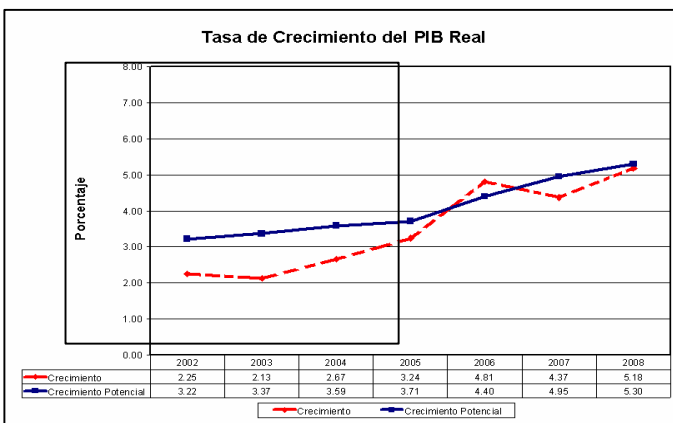
En otras palabras, se supone que el Banco Central implementará acciones para determinar la trayectoria de la tasa de interés líder de política monetaria; es decir, la tasa de interés en operaciones de estabilización monetaria a 7 días. En la siguiente gráfica se ilustra la trayectoria para dicha tasa que sería compatible, de acuerdo con el MMS, con los pronósticos de inflación presentados.

GRÁFICA 60



Por su parte, el valor promedio de la tasa de interés de política monetaria registrado en el primer trimestre de 2006 fue de 4.25%. Para el segundo trimestre de 2006, de acuerdo con el MMS, dicha tasa de interés subiría hasta situarse en un promedio trimestral de 5.16%. Por su parte, en el tercer trimestre de 2006 el modelo indica que la mencionada tasa se incremente 37 puntos básicos, alcanzando en promedio el valor de 5.53%. A partir del cuarto trimestre de 2006 se inicia una trayectoria descendente de la tasa, ubicándose en 5.47% en dicho trimestre. Continuando con la tendencia decreciente, la tasa de interés líder llegaría a 3.52% en el cuarto trimestre de 2007 y a 3.08% en el primer trimestre de 2008.

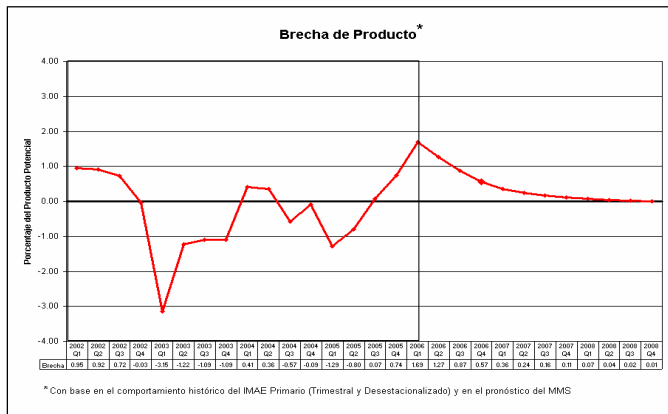
GRÁFICA 61



En relación con la actividad económica real, se muestran las tasas de crecimiento del PIB que, según el MMS, serían compatibles con los pronósticos de inflación y de tasas de interés, presentados. Se ha estimado que el crecimiento potencial para 2006 sea de 4.40%, mientras que para 2007 y 2008 se esperan tasas de crecimiento potencial de 4.95% y 5.30%, respectivamente. En lo referente al crecimiento del PIB real, en el modelo se pronostica que el mismo sea de 4.81% en 2006, 4.37% en 2007 y 5.18% en 2008.

⁵¹ Cabe indicar que el modelo está construido de manera que, en el largo plazo, la inflación converge a un valor de equilibrio de 3%.

GRÁFICA 62



* Con base en el comportamiento histórico del IMAE Primario (Trimestral y Desestacionalizado) y en el pronóstico del MMS

Los anteriores pronósticos de crecimiento del PIB real se derivan del pronóstico de brecha del producto⁵² que genera el MMS. Se puede observar que la brecha del producto ha sido positiva y creciente desde el tercer trimestre de 2005 hasta el primer trimestre de 2006; a partir de este último trimestre se inicia una reducción de dicha brecha hasta converger a su nivel estacionario en el cuarto trimestre de 2008.

En el cuadro siguiente se presenta un resumen de los pronósticos de mediano plazo para la tasa de interés de política monetaria, el ritmo inflacionario interanual, la brecha del producto, la tasa de crecimiento del PIB y la tasa de crecimiento potencial del PIB, proporcionados por el MMS.

Fecha	Tasa de Política	Ritmo Inflacionario Interanual	Brecha de Producto *	Tasa de crecimiento del PIB	Tasa de crecimiento potencial del PIB
2004Q1	2.55	6.57	0.41	...	...
2004Q2	2.55	7.40	0.36	...	...
2004Q3	2.55	8.05	-0.57	...	...
2004Q4	2.54	9.23	-0.09	2.67	3.59
2005Q1	2.68	8.77	-1.29	...	...
2005Q2	2.92	8.80	-0.80	...	...
2005Q3	3.50	9.45	0.07	...	...
2005Q4	4.00	8.57	0.74	3.24	3.71
2006Q1	4.25	7.28	1.69	...	...
2006Q2	5.16	7.41	1.27	...	...
2006Q3	5.53	6.99	0.87	...	...
2006Q4	5.47	6.88	0.57	4.81	4.40
2007Q1	5.19	7.04	0.36	...	...
2007Q2	4.66	6.42	0.24	...	...
2007Q3	4.12	5.80	0.16	...	...
2007Q4	3.52	5.13	0.11	4.37	4.95

* Con base en el comportamiento histórico del IMAE Primario (Trimestral y Desestacionalizado) y en el pronóstico del MMS

Cabe señalar que, conforme a las recomendaciones de los expertos externos que han brindado asistencia técnica al Banco de Guatemala en la elaboración del Sistema de Pronósticos y Análisis de Política Monetaria -SPAPM-, la implementación del esquema de metas explícitas de inflación en economías pequeñas y abiertas sugiere que un modelo como el MMS debe utilizarse con frecuencia trimestral, no mensual, debido a las razones siguientes: i) el referido sistema de pronósticos en su conjunto es complejo, dado que

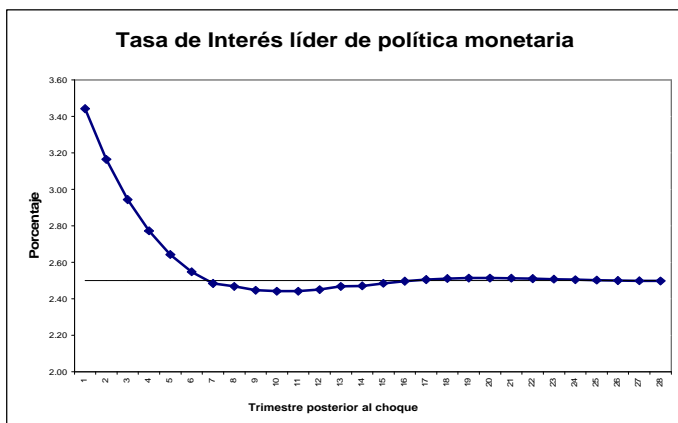
⁵² La brecha del producto se define como la diferencia entre el producto interno bruto observado y el producto interno bruto potencial. Por su parte, el producto interno bruto potencial se define como el nivel del producto interno bruto que no induce presiones inflacionarias ni deflacionarias en la economía.

requiere de un análisis de la coyuntura económico-financiera del país, el que a su vez, constituye las condiciones iniciales del modelo; y, ii) el hecho de incluir únicamente información mensual en el modelo puede generar volatilidad en los resultados y demandar acciones de política monetaria que no necesariamente serían consistentes con la tendencia futura de todas las variables que conforman el citado modelo.

2. Efecto en la inflación y en la tasa de crecimiento económico de un incremento en la tasa de interés líder de política monetaria

El efecto macroeconómico generado por el aumento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria sobre las variables endógenas del MMS se mide por medio del análisis de impulso-respuesta. Para el efecto, se supone que las variables del modelo se encuentran inicialmente en estado estacionario; es decir, en sus niveles de equilibrio de largo plazo. Posteriormente, se simula un incremento (choque) en la variable de interés y el modelo cuantifica el efecto que dicho incremento tiene sobre las otras variables, a lo largo de un período determinado. La simulación mencionada se ilustra en gráficas de impulso-respuesta. Cabe indicar, además, que debido a las propiedades de convergencia impuestas al MMS, las variables del modelo convergen a su valor de estado estacionario. Por lo tanto, es posible cuantificar el efecto total del choque sobre cada variable, haciendo abstracción de los efectos que pudieran derivarse de choques en otras variables del modelo.

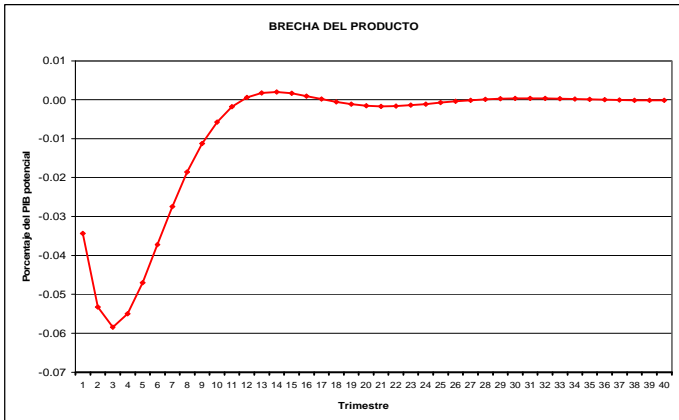
GRÁFICA 63



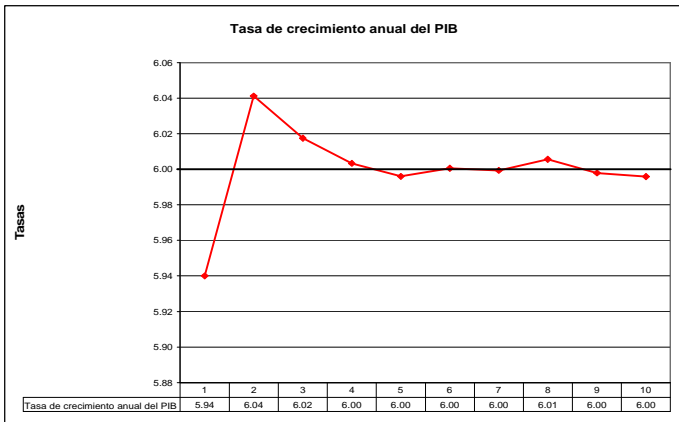
La gráfica 63 ilustra el impacto de un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria y la dinámica de dicha variable luego del impacto. El valor de estado estacionario⁵³ de esta variable es de 2.5% y se representa por medio de la línea horizontal. La duración total del impacto es de dieciséis trimestres luego del incremento de un punto porcentual. Sin embargo, la tasa de interés retorna alrededor de su valor de equilibrio de largo plazo siete trimestres luego del impacto. Posteriormente, a partir del octavo trimestre, la tasa de interés decrece

⁵³ El estado estacionario de las variables que conforman el MMS se define como el estado de la economía en el largo plazo en que todas las variables crecen a tasas constantes, previamente especificadas.

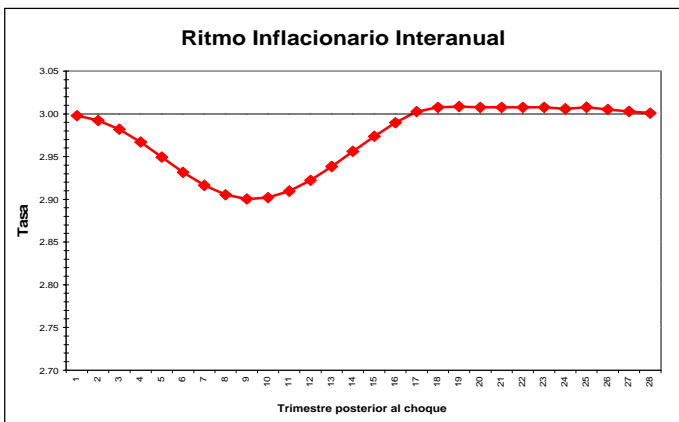
GRÁFICA 64



GRÁFICA 65



GRÁFICA 66



levemente por debajo de dicho nivel, y converge gradualmente a su valor de equilibrio de 2.5%.

La gráfica 64 ilustra el efecto del incremento de un punto porcentual en la tasa de interés líder de política monetaria sobre la brecha del producto. Como se observa, el aumento de la tasa de interés induce a una reducción en la brecha del producto, es decir, que el producto observado llega a reducirse hasta 0.06%, en el tercer trimestre, con respecto al producto potencial. Sin embargo, el choque aludido tiende a diluirse y el producto observado converge hacia su nivel potencial, por lo que la brecha del producto tiende a cero.

En términos de tasas de crecimiento anual del PIB, el choque en cuestión induce una reducción de la tasa de crecimiento, la cual pasa de un nivel estacionario de 6% a 5.94%, en el primer año. Posteriormente, debido a que el choque de la tasa de interés generó un aumento en la brecha del producto, para converger a su nivel de equilibrio, se requiere que la tasa de crecimiento observado sea mayor que la potencial. Esto se observa en la tasa de crecimiento de la gráfica 65 donde la tasa de crecimiento experimenta una recuperación desde 5.94% en el primer año a 6.04% en el segundo año, para luego converger gradualmente a su nivel estacionario de 6% anual. Cabe indicar que un incremento de 25 puntos básicos en dicha tasa generaría una reducción acumulada en 16 trimestres de 0.015 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento económico.

Tal como se ilustra en la gráfica 66, la tasa de inflación de equilibrio de largo plazo es de 3%. Un incremento de un punto porcentual en la tasa de interés de política genera una disminución creciente de la tasa de inflación, la cual llega a 2.9% en el noveno trimestre; seguidamente, dicha tasa converge a su estado de equilibrio de largo plazo 16 trimestres luego del choque. Cabe mencionar que un incremento de 25 puntos básicos en la tasa de interés de política, conduce a una disminución acumulada en 16 trimestres de 0.02 puntos porcentuales.



B. EFECTO DEL PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO EN LA TASA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO

El presente ejercicio tiene por objeto estimar el efecto que un incremento del precio internacional del petróleo tendría en la tasa de crecimiento económico del país. Para el efecto se utilizó la metodología sugerida por Jiménez y Sánchez⁵⁴, que propone la construcción de un modelo de Vectores Autoregresivos -VAR- utilizando un modelo lineal y tres especificaciones no lineales. Cabe mencionar que, en la referida metodología se encuentra evidencia que sugiere que un incremento en el precio internacional del petróleo tiene un impacto negativo sobre la actividad económica de las principales economías avanzadas.

En la aplicación de dicha metodología al caso guatemalteco se consideró únicamente una especificación lineal que trata de incluir en su mayoría, y de acuerdo a la disponibilidad de series estadísticas, las variables utilizadas en la publicación en referencia, empleando datos con periodicidad mensual, para el período comprendido de enero de 2000 a abril de 2006.

1. Marco teórico

De acuerdo con el documento en referencia, un choque en el precio internacional del petróleo puede afectar a las economías de los países importadores netos del crudo, mediante mecanismos de transmisión que incluyen canales de oferta y de demanda.

Desde el punto de vista de la oferta, se considera que siendo el petróleo un insumo básico de producción, un incremento en su precio induce a un incremento de costos que incidiría negativamente sobre la función agregada de producción y, por ende, en el crecimiento económico.

No obstante lo anterior, dada la sustitución que puede darse entre los factores de producción en una economía, de acuerdo con un estudio realizado por

⁵⁴ "Oil price shocks and real GDP growth empirical evidence for some OECD countries". Working Paper, Series No. 362. European Central Bank, 2004.



Martin Schneider⁵⁵, cambios en los precios relativos de los insumos de producción pueden resultar en una reasignación de factores dentro del proceso productivo. Esto significa que los efectos negativos del choque derivados del incremento en los precios internacionales del petróleo podrían ser contrarrestados y, en ese caso, no incidirían significativamente sobre la producción. Asimismo, en dicho estudio se advierte que los efectos del choque sobre la capacidad productiva en el largo plazo pueden ser menos pronunciados que en el corto plazo, debido a que estos últimos son dominados por fricciones que son resultado de la reasignación de recursos y de la incertidumbre sobre el futuro desempeño de los precios internacionales del petróleo.

Por el lado de la demanda, de acuerdo con Schneider, choques en el precio internacional del petróleo pueden provocar un incremento en el nivel general de precios, lo cual originaría un menor ingreso real disponible y, por consiguiente, tendería a disminuir la demanda agregada. Además, pueden tener un efecto negativo sobre el nivel de precios en el caso en que se decida indexar los salarios, lo que podría verse reflejado en una reducción del empleo.

En el escenario descrito, los efectos negativos del referido choque podrían transferirse a otros sectores de la economía por medio del deterioro de la confianza de los agentes económicos, lo que se podría traducir en expectativas negativas acerca de la evolución futura de la economía, aspecto que podría ampliar el impacto del referido choque.

De acuerdo con la evidencia empírica, se han encontrado efectos asimétricos en el crecimiento económico, derivados de un choque en los precios internacionales del petróleo. En efecto, un alza en el precio internacional del crudo tiende a afectar en mayor proporción el crecimiento económico, que una disminución. Según Schneider, este fenómeno puede ser atribuido al ajuste de costos asociado a la reasignación sectorial y las implicaciones de la incertidumbre para bienes de consumo duradero y de inversión. En tal sentido, de acuerdo a la hipótesis de dispersión, un cambio en los precios del petróleo altera la asignación de equilibrio entre varios sectores. De

⁵⁵ "The Impact of Oil Price Changes on Growth and Inflation, Monetary Policy & the Economy. Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), 2004.



acuerdo a este argumento un incremento en los precios internacionales del petróleo, podría motivar una contracción en sectores que utilizan el crudo como insumo de producción. Es decir que, el incremento en los precios internacionales del petróleo podría generar una expansión de sectores que son eficientes en el uso de energía y una contracción en aquellos que no lo son; sin embargo, en el corto plazo, dado que los costos de reasignación de recursos entre sectores son elevados, choques en los precios internacionales del petróleo que implican un reajuste entre sectores, podrían significar una desaceleración de la producción.

Por otra parte, de acuerdo con Schneider, desde la década de los años 70 la correlación entre los precios internacionales del petróleo y el crecimiento económico ha venido mostrándose cada vez más débil. Al respecto, las innovaciones tecnológicas, el desarrollo de alternativas más económicas y eficientes en el uso de energía y los cambios sectoriales, han reducido la proporción de importaciones de petróleo con respecto al PIB en los países industrializados. Por tal razón, al estimar empíricamente el impacto de los precios internacionales del petróleo en el crecimiento de PIB real, resulta cada vez más difícil, no sólo por el hecho de que el referido impacto es reducido como proporción del PIB, sino también por cambios en la estructura del mercado petrolero al entrar nuevos oferentes. Por ejemplo, aun cuando la Organización de Países Exportadores de Petróleo –OPEP- continúa influyendo en la determinación de los precios internacionales del crudo, éstos se han ido incrementando con mayor frecuencia respondiendo a factores de demanda.

2. Metodología

El modelo de Vectores Autoregresivos -VAR- propuesto por Jiménez y Sánchez es el siguiente:

$$y_t = c + \sum_{i=1}^p \Phi_i y_{t-i} + e_t$$

En donde:

y_t = vector de variables endógenas de orden $(n \times 1)$;
 $c = (c_1, \dots, c_5)^T$ es el vector intercepto de orden (5×1) ;
 $F_i =$ i -ésima matriz de coeficientes autoregresivos de (5×5) para $i = 1, \dots, 5$; y,
 $e_t = (e_{1t}, \dots, e_{5t})^T$, la generalización del proceso de ruido blanco de (5×1) .



En el modelo descrito, las variables incluidas para estimar algunos de los canales de transmisión, a través de los cuales los precios internacionales del petróleo influyen en la actividad económica, son los siguientes: el PIB real, el tipo de cambio efectivo real, el precio real del petróleo, el salario real, la inflación y las tasas de interés de corto y de largo plazos.

En ese sentido, para el caso de Guatemala y tomando en cuenta la disponibilidad de información, se utilizaron las variables siguientes: (1) el Índice Mensual de la Actividad Económica -IMAE-, como una variable “proxy” del crecimiento económico; (2) el precio real del petróleo, el cual fue calculado deflactando el precio internacional del crudo en el mercado de Nueva York, con el Índice de Precios al Productor de Estados Unidos de América; (3) el Índice de Precios al Consumidor de Guatemala -IPC-; (4) la tasa de interés activa promedio ponderado del sistema bancario; y, (5) el Índice del Tipo de Cambio Efectivo Real -ITCER-.

Todas las variables fueron utilizadas con periodicidad mensual, para el período comprendido de enero de 2000 a abril de 2006.

Luego de definir las variables y de encontrar sus tasas de variación promedio mensual (en adelante llamadas series), se procedió a investigar las propiedades estocásticas de las mismas, analizando su orden de integración con base en pruebas que detectan la presencia de raíces unitarias. En ese sentido, se realizó la prueba de Dickey-Fuller Aumentada (ADF), la que indica que las cinco series en estudio son estacionarias en su primera diferencia.

Con las series en su primera diferencia, se procedió a calcular el número de rezagos óptimo del modelo VAR, donde los criterios: prueba estadística Likelihood Ratio (LR), Error de Predicción Final (FPE), Akaike (AIC) y Hannan-Quinn (HQ) sugieren un modelo VAR con un rezago.

Por lo tanto, el modelo estimado se especificó de la manera siguiente:



$$\begin{aligned}DPY_t &= c_{11} + c_{12}DPY_{t-1} + c_{13}DPP_{t-1} + c_{14}DPI_{t-1} + c_{15}DPR_{t-1} + c_{16}DPT_{t-1} + \mathbf{e}_{1t} \\DPP_t &= c_{21} + c_{22}DPY_{t-1} + c_{23}DPP_{t-1} + c_{24}DPI_{t-1} + c_{25}DPR_{t-1} + c_{26}DPT_{t-1} + \mathbf{e}_{2t} \\DPI_t &= c_{31} + c_{32}DPY_{t-1} + c_{33}DPP_{t-1} + c_{34}DPI_{t-1} + c_{35}DPR_{t-1} + c_{36}DPT_{t-1} + \mathbf{e}_{3t} \\DPR_t &= c_{41} + c_{42}DPY_{t-1} + c_{43}DPP_{t-1} + c_{44}DPI_{t-1} + c_{45}DPR_{t-1} + c_{46}DPT_{t-1} + \mathbf{e}_{4t} \\DPY_t &= c_{51} + c_{52}DPY_{t-1} + c_{53}DPP_{t-1} + c_{54}DPI_{t-1} + c_{55}DPR_{t-1} + c_{56}DPT_{t-1} + \mathbf{e}_{5t}.\end{aligned}$$

En donde:

DPY_t = primera diferencia de la variación promedio mensual del IMAE;

DPP_t = primera diferencia de la variación promedio mensual del precio real del petróleo;

DPI_t = primera diferencia de la variación promedio mensual del IPC de Guatemala;

DPR_t = primera diferencia de la variación promedio mensual de la tasa de interés activa del sistema bancario;

DPT_t = primera diferencia de la variación promedio mensual del ITCER; y,

c_{ij} = parámetros a estimar.

Por otra parte, para analizar los impactos de los choques sobre las variables endógenas, se realizó una descomposición de Cholesky, asumiendo las premisas propuestas por Jiménez y Sánchez para la asignación de la correlación contemporánea entre las series, de la manera siguiente: la primera variable en la ordenación no está afectada contemporáneamente por los choques de las variables restantes, pero choques en la primera variable afectan a otras variables en el sistema; la segunda variable afecta contemporáneamente las otras variables, con excepción de la primera, pero no es contemporáneamente afectada por ellas y así sucesivamente. En este sentido, el modelo propuesto se adecuó a la ordenación siguiente: IMAE, precio real del petróleo, IPC, tasa de interés activa del sistema bancario e ITCER. Esta ordenación asume que el nivel de producto no reacciona instantáneamente a las variaciones del resto de variables y que el precio del petróleo tiene efectos inmediatos en el nivel de precios. Seguidamente se realizó el análisis de estabilidad, donde se verificó que el modelo VAR no posee raíces fuera del círculo unitario complejo, por lo que satisface la condición de estabilidad.

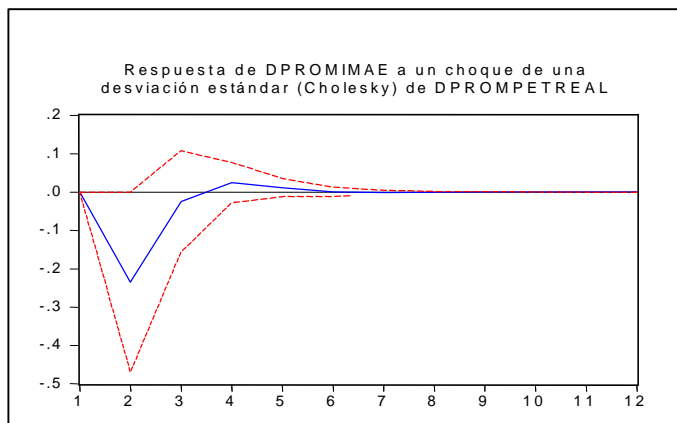
Finalmente, se graficó la función impulso-respuesta para establecer el comportamiento del IMAE

frente a un choque en los precios reales del petróleo. Cabe resaltar que este resultado es el más importante, debido a que dichos valores proporcionan un dato aproximado del efecto en el crecimiento económico, provocado por un aumento de los precios reales del petróleo.

3. Resultados

De acuerdo al modelo VAR especificado, los resultados ilustran el grado de respuesta del IMAE a un choque originado por un incremento en el precio real del petróleo, medido por una desviación estándar.

GRÁFICA 67



Al respecto, en la gráfica 67 se observa que el referido choque genera una respuesta negativa en la tasa de crecimiento económico, la cual se observa después del segundo período y resulta congruente con la evidencia empírica presentada por Jiménez y Sánchez. Es importante señalar que la precisión de la estimación de la función impulso-respuesta, puede ser medida a través de las bandas de confianza que se muestran en dicha gráfica. Al respecto, aun cuando la banda puede ser considerada un tanto amplia, ésta se comporta de manera similar al resultado puntual, particularmente, hasta el período tres, lo cual agrega soporte al hecho de que un incremento en el precio real del petróleo tenderá a disminuir la tasa de crecimiento económico.

Otra consideración de importancia reside en los coeficientes de determinación del modelo, cuyos valores pueden considerarse relativamente bajos para las series en estudio (0.225, 0.067, 0.152, 0.025, 0.050); sin embargo, cabe mencionar que estudios análogos⁵⁶ que presentan estimaciones con gráficas impulso-respuesta, basadas en modelos VAR, muestran bandas similares o aún más anchas que las de los resultados obtenidos en la estimación de mérito.

4. Interpretación de resultados

De acuerdo al modelo especificado y los valores obtenidos en la función impulso-respuesta acumulada para 24 períodos, el impacto de un aumento en el precio real promedio del petróleo, *ceteris paribus*, en la tasa de

⁵⁶ World Economic Outlook. Fondo Monetario Internacional -FMI-. Abril 2006.



crecimiento económico, medida a través del IMAE, habría sido de -0.39 puntos porcentuales en 2005, en tanto que para 2006⁵⁷ se estima que no habría un impacto significativo (0.000102 puntos porcentuales), como se ilustra en los cuadros siguientes:

Variación relativa promedio del precio real del petróleo (%) 2004 (A)	Variación relativa promedio del precio real del petróleo (%) 2005 (B)	Diferencia absoluta (puntos porcentuales) (C) = (B - A)	Factor (D)	Impacto en la tasa de crecimiento del IMAE (puntos porcentuales) (E) = (C * D)
25.66	27.39	1.73	-0.224649	-0.389181

Variación relativa promedio del precio real del petróleo (%) 2005 (A)	Variación relativa promedio del precio real del petróleo (%) 2006 (B)	Diferencia absoluta (puntos porcentuales) (C) = (B - A)	Factor (D)	Impacto en la tasa de crecimiento del IMAE (puntos porcentuales) (E) = (C * D)
27.39	14.66	-12.74	-0.000008	0.000102

VII. CONCLUSIONES

A. PERSISTENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS INTERNACIONALES

El desempeño de la política monetaria en Guatemala está expuesto 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. En todo caso, la corrección del déficit en cuenta corriente podría lograrse, por una parte, si continúa el ritmo de depreciación del dólar estadounidense respecto de

⁵⁷ Para el cálculo de la variación relativa del precio internacional del petróleo durante 2006, se tomó como referencia la proyección del precio del crudo (escenario base) que mensualmente realiza Global Insight. Por otra parte, se realizaron cálculos propios para pronosticar el Índice de Precios al Productor de Estados Unidos de América, para los meses de mayo a diciembre de 2006, utilizando el método de suavizamiento exponencial de Holt-Winters multiplicativo.



algunas monedas y, por la otra, si se contiene el déficit fiscal, como se anunció recientemente.

En ese entorno, tal situación ha repercutido en que exista una relevante sobre-liquidez mundial de dólares de los Estados Unidos de América que se ha manifestado en flujos de capital privado hacia las economías de mercados emergentes.

En lo que concierne a la Política Monetaria de ese país, cabe indicar que la Reserva Federal en lo que va del año aumentó su tasa de interés objetivo en 100 puntos básicos, esto es, de 4.25% a 5.25%. Este aumento debería, 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 tenderían 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, se prevé que la reducción de dicho flujo suceda a un ritmo muy lento.

B. PERSISTENCIA DE LOS ALTOS PRECIOS DEL PETRÓLEO

Durante el primer semestre de 2006 el precio del petróleo se mantuvo en niveles altos, ubicándose a finales de junio en alrededor de US\$75.00 por barril. Sobre el particular, el experto internacional en pronósticos del precio del crudo *Global Insight*, en un escenario base (es decir, el más probable debido a las condiciones del mercado de dicho insumo), proyecta que 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 para diciembre de 2006 realizadas con las estimaciones econométricas del Banco Central constituyen una guía 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 junio, 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 7.50% a finales de año.



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 en la demanda del mismo. En este sentido, *Global Insight* ha manifestado que la brecha existente entre la oferta y la demanda mundial de petróleo sigue siendo mínima (alrededor de 0.6 millones de barriles diarios) cuando en condiciones normales, dicha brecha es de aproximadamente 3.0 millones de barriles diarios, lo que denota la vulnerabilidad de dicho mercado, de manera que cualquier evento de naturaleza económica o geopolítica podría influir en forma positiva o negativa en el comportamiento del precio internacional del petróleo.

En el contexto descrito y dado que los conflictos geopolíticos continúan, es probable que ocurran cambios relevantes de oferta y demanda de petróleo durante el resto del año, por lo que, aunque en menor magnitud que en 2005, el precio internacional del petróleo seguirá siendo el principal riesgo inflacionario para el país en lo que resta de 2006.

C. EJECUCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

Ante la actual coyuntura internacional y nacional, a efecto de propiciar una mayor efectividad de la política monetaria la Junta Monetaria, en el marco de un esquema de metas explícitas de inflación, ha venido orientando las medidas de política monetaria, a fin de minimizar los efectos adversos de los factores internos y externos hacia la generación de expectativas inflacionarias; todo ello en el entendido de que las actuaciones de la autoridad monetaria deben realizarse con la debida gradualidad y prudencia. En ese contexto, la Junta Monetaria con el propósito de aplacar las expectativas inflacionarias de los agentes económicos y de enviar un mensaje de certeza del compromiso del Banco Central de continuar velando por la estabilidad en el nivel general de precios; incrementó en el primer semestre la tasa de interés líder de la política monetaria en dos ocasiones: en abril de 4.25% a 4.50%; y, en junio de 4.50% a 4.75%.

VIII. RECOMENDACIÓN

1. Tomando en cuenta que los pronósticos de inflación para finales de 2006 y de 2007 aún se



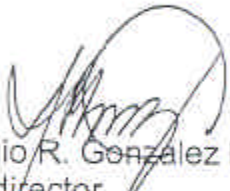
encuentra por encima de la meta de inflación establecida por la autoridad monetaria para cada uno de esos años, es importante que en lo que resta del año se tomen las acciones de política monetaria que sean necesarias a fin de que la inflación converja gradualmente a la meta de mediano plazo. De esa manera, se contribuirá a crear un ambiente de certidumbre y confianza que coadyuve a mantener el poder adquisitivo de la población y a generar inversión productiva y, por ende, mayores niveles de empleo y bienestar.




Atentamente,



Johny R. Gramajo Marroquín
Director
Depto. Estudios Económicos



Sergio Javier López Toledo
Subdirector
Depto. Investigaciones Económicas



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



Fernando Danilo Estrada
Subdirector
Depto. Estadísticas Económicas


Rómulo O. Divas Muñoz
Director
Depto. Operaciones de Estabilización
Monetaria


Edgar R. Lemus R.
Director
Depto. Internacional


Gerardo Noel Orozco Godínez
Asesor III
Asesoría Jurídica


Carlos Rafael García
Gerente Financiero


F. Estuardo García Alburez
Secretario


Oscar Roberto Monterroso Sazo
Gerente Económico
Coordinador

El presente dictamen fue aprobado por el Consejo Técnico del Banco de Guatemala, en sesión celebrada el 2 de agosto de 2006.

Mca/wnh.